

Der Effekterminhandel und seine wirtschaftliche Problematik

Beitrag zur Diskussion über die eventuelle
Wiedereinführung des Termingeschäftes
an den deutschen Wertpapierbörsen

Adolf Mühlbauer

1961



Digitized by the Internet Archive
in 2026

Der Effekterterminhandel und seine wirtschaftliche
Problematik

Beitrag zur Diskussion über die eventuelle
Wiedereinführung des Termingeschäftes an
den deutschen Wertpapierbörsen



Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

vorgelegt von
Adolf Mühlbauer

1960

I n h a l t s v e r z e i c h n i s

	Seite
Einleitung	1
1. Wesen und Aufgaben der Wertpapierbörsen	1
2. Das Effektertermingeschäft als aktuelles Börsenproblem	4
1. Hauptteil	7
Grundzüge des Effekterterminhandels	7
I. Zum Begriff des Effekterterminhandels	7
1. Die verschiedenen Börsengeschäfte	8
2. Das Termingeschäft als spezieller Fall des Zeitgeschäftes	10
3. Die Objekte des Effekterterminhandels	13
4. Die am Termingeschäft beteiligten Personen	17
II. Die verschiedenen Arten des börsenmäßigen Effektertermingeschäftes	21
1. Das normale Termingeschäft (Fest- oder Fixgeschäft)	23
a) Das reguläre Hausse-Engagement	24
b) Das reguläre Baisse-Engagement	25
2. Die Termingeschäfte mit beschränktem Risiko (Prämiengeschäfte)	27
a) Das Vorprämiengeschäft	28
b) Das Rückprämiengeschäft	29
c) Das Stellagesgeschäft	29
d) Das Nachgeschäft	30
III. Prolongation und Abwicklung der Termingeschäfte	31
1. Die Prolongation der Terminengagements	31
a) Das Reportgeschäft	34
b) Das Deportgeschäft	35
2. Sicherung und Abwicklung der Börsentermingeschäfte	36

	Seite
a) Die Aufgaben der Liquidationskassen	36
b) Die Sicherung der Termingeschäfte	37
c) Die Abwicklung der Termingeschäfte	39
2. Hauptteil	41
Die wirtschaftliche Problematik des Effekten- terminhandels unter besonderer Berücksichtigung der gegenwärtigen Verhältnisse	41
I. Effektenterminhandel und Effektspekulation	42
1. Die Spekulation mit Wertpapieren	42
a) Das Wesen der Spekulation	43
b) Die Aufgaben der Spekulation an den Effek- tenbörsen	46
c) Die Spekulanten	48
2. Das Termingeschäft als vollkommenstes Mittel für die Wertpapierspekulation	50
a) Die Spekulation ohne Termingeschäft	51
b) Die Spekulation mit Hilfe des Terminge- schäftes	54
II. Die einzelnen Argumente für und gegen den Ef- fektenterminhandel sowie deren Kritik	59
1. Das Termingeschäft erweitert angeblich den Markt	60
a) Die Vorteile einer Erweiterung des Wertpa- piermarktes	61
b) Kritik und weitere Probleme	64
aa) Kritik der obigen Behauptungen	64
bb) Der Einfluß der Spekulation auf die Ten- denz	73
cc) Über die Interdependenz zwischen Termin- markt und Kassamarkt	77
2. Erhöht der Terminhandel in Wertpapieren die Aufnahmefähigkeit der Börse?	80
a) Die Vorteile einer gesteigerten Aufnahme- fähigkeit der Effektenbörsen	81
aa) Die Vorteile für Neuemissionen	81
bb) Die Vorteile für das laufende Geschäft	83

III

	Seite
b) Kritische Betrachtung	84
aa) Allgemeines	85
bb) Die Rolle der Kreditinstitute im Prolongationsgeschäft	89
cc) Die heutige Bedeutung der Börsen (die große Macht der Banken)	91
3. Stärkt der Terminhandel die Bedeutung der Börse?	98
a) Der Terminhandel zieht Kapital an	99
b) Kritik	101
4. Der Effekterterminhandel als Mittel der Risikoabsicherung	105
a) Die Ansicht der Befürworter des Terminhandels	106
b) Kritik	108
5. Der Terminhandel in Wertpapieren - ein Bankgeschäft	110
a) Der Terminhandel eröffnet den Banken Anlage-, Einnahme- und Einflußmöglichkeiten	112
b) Die Gefahren des großen Einflusses der Banken	116
aa) Über die Wertpapierberatung durch die Kreditinstitute	117
bb) Die möglichen Interessenkollisionen	120
cc) Zur Problematik der Börsenkredite	124
6. Zur Frage der Bindung von Kapital durch den Wertpapierterminhandel	129
7. Sonstige Argumente	131
a) Der Effekterterminhandel - ein legales Betätigungsfeld für den stets vorhandenen Spekulationstrieb	132
b) Befürwortung des Terminhandels aus Tradition	134
III. Einige Fragen, die sich im Falle der Wiederaufnahme des Terminhandels an den deutschen Wertpapierbörsen stellen werden	136

	Seite
1. Personelle und organisatorische Probleme für die Banken und Börsen	138
2. Die Stellung der Kulisse	143
3. Terminhandel und Materialknappheit an den Börsen	147
a) Der Stückemangel auf dem Aktienmarkt	147
b) Umfang der Materialknappheit	150
c) Ursachen des Materialmangels	152
d) Möglichkeiten zur Verbesserung der Lage	156
4. Besteht eine Beziehung zwischen der Wiedereinführung des Termingeschäftes und den Bestrebungen zur Popularisierung der Aktie?	160
IV. Die Ansicht der direkt Beteiligten über die diskutierte Wiedereinführung des Effekterterminhandels	162
1. Der Standpunkt der Geschäftsbanken	163
2. Die Meinung der Börsen	165
3. Die Einstellung der Gesellschaften	166
Schlußbemerkungen	169
Literaturverzeichnis	173

E i n l e i t u n g

1. Wesen und Aufgaben der Wertpapierbörsen

Eine der meist umstrittenen Einrichtungen des wirtschaftlichen Lebens ist die Börse, vor allem die Wertpapierbörse. Schon häufig sind heftige Auseinandersetzungen über den Sinn und Zweck dieser Institution geführt worden. Man sollte deshalb meinen, daß längst die gesamte Problematik erforscht sei und sich in Wissenschaft und Praxis eine einheitliche, feststehende Ansicht gebildet habe. Doch die Wirklichkeit zeigt ein anderes Bild; immer wieder entzündet sich am gleichen Thema die Diskussion. Wer sich näher mit den Zusammenhängen befaßt, findet ein derartiges Ergebnis aber nicht weiter verwunderlich. Die Börse läßt sich nicht ein- für allemal in ein bestimmtes Schema pressen. Wie das Wirtschaftssystem, das sie repräsentiert, ist sie dauernd im Fluß. Die Zeiten und die Standpunkte der Betrachter ändern sich. Nicht die Statik, sondern die Dynamik bildet das beherrschende Moment.

Berücksichtigt man diese Tatsache, so wird verständlich, daß die unterschiedlichen Urteile über die Börse durchaus nicht falsch zu sein brauchen, jedoch ebenso nicht alle absolut richtig sein können. Stets müssen die Prämissen, die den Feststellungen eines Autors bewußt oder unbewußt zu Grunde liegen, beachtet werden. Wenn etwa Gustav Ruhland die Börse als ein "Monte Carlo ohne Musik" bezeichnet, mag er damit in der Tat eine Seite des Phänomens "Börse" treffend beschreiben, das gesamte Problem erfaßt er nicht ¹⁾. Ähnliches gilt für Gustav Schmoller, der die Börse den "Markt aller Märkte", den "Mittelpunkt alles großen Geschäftslebens" und die Börsenmeinung das

1) Zitiert nach Weber, A., Geld und Kredit - Banken und Börsen, 6.Aufl., Heidelberg 1959, S. 277.

"Destillat der Geschäftskenntnisse aller leitenden wirtschaftenden Persönlichkeiten" nennt ¹⁾. Der goldene Mittelweg, das tatsächliche Wesen der Börse, dürfte nach Adolf Weber irgendwo zwischen diesen beiden extremen Formulierungen zu suchen sein ²⁾. Wenig positiv äußert sich auch Schmalenbach ³⁾.

Neben verschiedenen Warenbörsen (für Kaffee, Baumwolle etc.) bestehen derzeit in der Bundesrepublik Wertpapierbörsen in Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart. Träger sind die jeweils örtlich zuständigen Industrie- und Handelskammern oder, wie in München, ein besonderer Verein von Kaufleuten. Trotz weitgehender gesetzlicher Vorschriften haben die Börsen ihren exklusiven, clubartigen Charakter beibehalten. Grundsätzlich ist nur einem kleinen Kreis von Personen - selbständigen Bankiers, den Vertretern der übrigen großen und kleinen Banken, berufsmäßigen Händlern und Maklern sowie deren Beauftragten - der Zutritt gestattet. Das Publikum ist zum Handel an der Börse nicht zugelassen und bedient sich zum Abschluß von Wertpapiergeschäften der Vermittlung einer Bank. Gehandelt werden vertretbare (fungible) Wertpapiere. Die Wertpapier-, Effekten- oder Fondsbörse wird daher regelmäßig als organisierter Markt für vertretbare Wertpapiere definiert.

Welche Aufgaben hat die Wertpapierbörse zu erfüllen? Die moderne Marktwirtschaft beruht nicht zuletzt auf dem Gedanken der freiwilligen Ansammlung und des eigenverantwortlichen Einsatzes von privatem Kapital. Riesige Summen sind zur Errichtung, Erweiterung und Aufrechterhaltung von Großbetrieben, die aus der technisch entwickelten

1) Vgl. Schmoller, G., Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, Zweiter Teil, 13. und 14. Tausend, München/Leipzig 1920, S. 32.

2) A.a.O., S. 277.

3) Vgl. Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Köln/Opladen 1950, S. 33.

Welt von heute nicht mehr wegzudenken sind, erforderlich ¹⁾. Da nur in verhältnismäßig wenigen Fällen die notwendigen Beträge von Einzelpersonen aufgebracht werden können, ist die Mithilfe weiterer Sparerschichten unumgänglich. Die Effekten bilden zum Teil das Medium; in Form von kleingestückelten Wertpapieren wird die Finanzierung ermöglicht und das damit verbundene Risiko von zahlreichen Geldgebern übernommen.

Die Börse ist eine der wichtigsten Organisationen, welche die Kapitalübertragung zu gewährleisten haben. Mit Unterstützung durch die Börse werden die aufgelegten Aktien- oder Anleiheemissionen untergebracht. Doch nicht nur für die jeweiligen Neuemissionen schafft die Börse einen Markt, sondern auch für die laufenden Transaktionen. Jeder Wertpapierbesitzer, der seine Stücke verkaufen will, weiß mit einer an Sicherheit grenzenden Wahrscheinlichkeit, daß er an der Börse stets Käufer findet. Und diese zweite Funktion ist nahezu ebenso bedeutsam wie die erste. Viele Sparer würden nämlich davon absehen, Wertpapiere zu erwerben, wenn der Weiterverkauf häufig mit Schwierigkeiten verbunden wäre. Es ist eine notwendige Bedingung des modernen Effektenkapitalismus, daß das Verhältnis zwischen Geldnehmer und Geldgeber überwiegend sachlicher Natur ist und der einzelne Kapitalist die Verbindung mit seiner Gesellschaft nach Gutdünken zu lösen vermag. Durchaus kann aber nicht behauptet werden, daß sich die Entpersönlichung der Beziehungen zwischen Sparer und Investor nur nachteilig auswirken würde. Die Vorzüge für beide Teile liegen vielmehr auf der Hand.

Als weitere Obliegenheit der Börse, die mit den vorgenannten eng zusammenhängt, ist die Kursbildung zu nennen.

1) Als Kapital wird, im Sinne von Preiser, Geld für Investitionszwecke bezeichnet. Vgl. Preiser, E., Der Kapitalbegriff und die neuere Theorie, in "Bildung und Verteilung des Volkseinkommens", Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Göttingen 1957, S. 103.

Unter amtlicher Aufsicht vollzieht sich börsentäglich die Bewertung einer Vielzahl von Papieren, womit zugleich ein Beitrag zur Ermittlung der Marktwerte der betreffenden Unternehmungen geleistet wird. Die Kurse dienen sowohl als Basis für die an der Börse selbst abgeschlossenen Geschäfte als auch für außerbörsliche Käufe und Verkäufe, für die Wertansätze in den Bilanzen und insbesondere zur Orientierung aller Effektenbesitzer. Daß die Börsennotierungen bis zu einem gewissen Maße außerdem ein Wirtschaftsbarometer darstellen, auf das manche Leute schwören, sei nebenbei bemerkt.

2. Das Effekterminggeschäft als aktuelles Börsenproblem

Nicht sämtliche Tatbestände und Vorgänge, die mit der Effektenbörse in Verbindung stehen, erregen in gleichem Umfange das Interesse der Wissenschaft, der beteiligten Praktiker und der aufgeschlossenen Öffentlichkeit. Manche Teilgebiete enthalten längst keine offenen Fragen mehr. Andere wiederum sind stets von neuem aktuell und geben zu Erörterungen Anlaß. Besonders häufige Ursache von Meinungsverschiedenheiten war das Effekterminggeschäft. Darauf weisen auch die zahlreichen Änderungen, Reglementierungen, Einschränkungen und Verbote hin, denen es im Laufe der Jahrzehnte unterworfen wurde.

Bis kurz vor der Jahrhundertwende unterlag das Zeitgeschäft keiner gesetzlichen Regelung. Es ergaben sich daher fast zwangsläufig Auswüchse, die zu Anfang der neunziger Jahre eine Börsenenquete und anschließend rigorose Vorschriften durch das Börsengesetz von 1896 zur Folge hatten. Selbst die strengsten Auflagen erfüllten aber damals ihren Zweck nicht. Anscheinend war das Bedürfnis der Börse, oder zumindest der Spekulation, nach einer ungehinderten Ausübung des Terminhandels sehr groß, denn die neuen Bestimmungen wurden umgangen. Der Gesetzgeber mußte daher aus der unerwarteten Situation die Konsequenzen

ziehen. Die Novelle zum Börsengesetz von 1908 unterstellte den Zeithandel zwar ebenfalls einer weitgehenden Bindung, gab ihm jedoch ausreichende Bewegungsfreiheit. Bis zum Beginn des Ersten Weltkrieges nahm der Terminhandel daraufhin einen lebhaften Aufschwung, mit Kriegsbeginn wurde er aber eingestellt. Nach einer langen Pause genehmigte am 1. Oktober 1925 die Berliner Wertpapierbörse erneut den Handel per Termin; die übrigen deutschen Börsen schlossen sich in Abständen an. Die Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise führten allerdings am 11.7.1931 wiederum zum Abbruch¹⁾.

Bald nach der Währungsreform von 1948 wurden Überlegungen angestellt, auch den Zeithandel an den deutschen Börsen zuzulassen. Die zunehmende Normalisierung und Konsolidierung des Geld- und Kapitalmarktes, die Neugestaltung des Waren- und Devisentermingeschäftes sowie schließlich die Eröffnung des Privatdiskontmarktes verstärkten die Bestrebungen. Warum, so wird argumentiert, sollten denn an der Effektenbörse die früheren Verhältnisse nicht ebenfalls von neuem geboten werden²⁾? Zur Erkundung des Marktes und für gemeinsame Beratungen bildeten die interessierten und zugleich betroffenen Kreise, besonders die Banken und Börsen, einen Sachverständigenausschuß. Damit trat die Wiedereinführung des börsenmäßigen Effekterminhandels in ein diskussionsreifes Stadium.

Als sicher ist anzunehmen, daß eine Wiederaufnahme des Wertpapiertermingeschäftes nicht nur für die direkt Beteiligten Auswirkungen hätte. Über kurz oder lang würden sich die positiven oder negativen Folgen für das Effektenwesen, den gesamten Geld- und Kapitalmarkt und damit für die ganze Volkswirtschaft zeigen. Es erscheint daher

- 1) Zur Geschichte des Effekterminhandels in Deutschland vgl. u.a. Aschenbrenner, P., Der Börsen-Terminhandel in Wertpapieren, Berlin 1927, S. 7.
- 2) Vgl. Achterberg, E., Wer ist die Schönste im ganzen Land?, in Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 13. Jahrg., Heft 8 v. 15.4.1960, S. 314.

zweckmäßig, die Problematik der in diesem Zusammenhang auftretenden Fragen von neutraler Seite aus zu durchleuchten.

1. H a u p t t e i l

Grundzüge des Effektenterminhandels

Auf dem nachfolgenden 2. Hauptteil, in welchem die eigentliche Problematik des Effektenterminhandels betrachtet wird, liegt das Schwergewicht dieser Arbeit. Eine Untersuchung der wirtschaftlichen Zusammenhänge ist aber nur möglich, wenn zuerst die Grundzüge des Termingeschäftes dargestellt werden. Die Begriffe sind zu bilden, welche später zu besprechen sind, und die im Vergleich zum Kassahandel bestehenden Besonderheiten anzugeben. Im wesentlichen ist das der Zweck und Inhalt des 1. Hauptteils. Von der Aufzählung technischer Einzelheiten wird dabei weitestgehend Abstand genommen.

Zahlreiche Veröffentlichungen beschäftigen sich mit dem Terminhandel in Wertpapieren, weshalb vieles als bekannt vorauszusetzen oder lediglich in kurzen Zügen zu vermerken ist. Allerdings sind die einschlägigen Publikationen fast ausnahmslos schon vor Jahrzehnten entstanden, teilweise schwer greifbar und zumindest den Praktikern nicht mehr in Erinnerung. Es ist bedauerlich, aber immerhin verständlich, daß man sich heutzutage mit einem Bankkaufmann, auch dem Wertpapierfachmann, über den Terminhandel kaum unterhalten kann. Die Folgen der stark verbreiteten Ansicht, daß es unnötig sei, nach Abschluß der Berufsausbildung etwas Neues und im Augenblick nicht unbedingt Erforderliches hinzuzulernen, sind allorts zu verspüren.

I. Zum Begriff des Effektenterminhandels

Zunächst wird die Aufgabe gestellt, soweit wie möglich und nötig Klarheit über den Begriff des Effektenterminhandels zu verschaffen. Der Ausdruck ist in der Tat nicht

so eindeutig, wie es auf den ersten Blick scheinen möchte. Mit der Unterscheidung der einzelnen Arten von Börsengeschäften ist zweckmäßig zu beginnen.

1. Die verschiedenen Börsengeschäfte

Für einen Außenstehenden, der einmal Gelegenheit hat, die Börse zu besuchen, ist der dort herrschende Betrieb schwer verständlich. Das Durcheinander von hastenden Menschen, die lauten Rufe der Makler, die zahlreichen Abkürzungen, Symbole, die Ausdrucksweise der Börsianer und was dergleichen Attribute noch mehr sind, all das deutet nicht gerade auf besondere Ordnung und Übersichtlichkeit. Dennoch gibt es kaum eine andere wirtschaftliche Einrichtung, in der die einzelnen Vorgänge besser und reibungsloser aufeinander abgestimmt wären. Jede Geste, jedes Zeichen und jedes Wort hat einen genau bestimmten Inhalt. Der ganze Trubel läßt sich auf wenige Normen zurückführen, die ausschließlich dem ständigen und schnellen Umsatz von Wertpapieren dienen.

Zur börsenmäßigen Abwicklung von Wertpapiergeschäften sind mehrere Möglichkeiten gegeben. Die einzelnen Verfahren lassen sich nach drei Gesichtspunkten ordnen. Auf diese Weise entstehen folgende Begriffspaare:

- a) Amtlicher Verkehr
- b) Freiverkehr
- a) Handel zu Einheitskursen
- b) Handel zu variablen Kursen
- a) Handel per Kasse
- b) Handel per Termin

Während im amtlichen Verkehr die Kurse von den vereidigten Kursmaklern festgestellt werden, ist der Freiverkehr das Aufgabengebiet der freien Makler. Auch der Freiverkehr unterliegt der Aufsicht der Börsenorgane und wird in den Börsenordnungen geregelt. Die Tatsache, daß ein

Papier amtlich oder frei gehandelt wird, ist grundsätzlich, jedoch nicht immer, ein qualitatives Merkmal. Die Werte des Freiverkehrs sind häufig für den amtlichen Verkehr noch nicht reif. Manchmal hat aber auch nur der Emittent kein Interesse an einer amtlichen Notierung ¹⁾.

Der Einheitskurs wird für sämtliche Papiere errechnet, die zur amtlichen Notiz zugelassen sind. Dabei bildet sich börsentäglich für jeden Wert nur ein einziger Preis, zu dem alle Käufe und Verkäufe abzuwickeln sind. Da der Einheitskurs zwar übersichtlich, aber gleichzeitig sehr starr ist und Änderungen des Marktes während einer Börsenveranstaltung nicht berücksichtigt, werden Papiere, in welchen regelmäßig lebhaftere Umsätze stattfinden, außerdem fortlaufend notiert. Für jeden Schluß, der den vorgeschriebenen Mindestbetrag oder ein Vielfaches davon erreicht, wird ein neuer Kurs ermittelt ²⁾. Der Handel zu variablen Kursen, auch Großkassageschäft genannt, stellt einen teilweisen Ersatz für das seit Jahren verbotene Termingeschäft dar. Für die Berufsspekulation ist er besonders deshalb von Interesse, weil er Leerverkäufe (= Fixen) erlaubt.

Schließlich weist die Differenzierung in Kassahandel und Terminhandel auf einen unterschiedlichen Termin für die Erfüllung der Geschäfte (Lieferung der Stücke und Zahlung des Gegenwertes) hin. Ein Kassaengagement ist unmittelbar nach dessen Abschluß auszugleichen ³⁾, ein Termingeschäft

-
- 1) An der Bayerischen Börse in München werden u.a. die Standardwerte Accu, Degussa und Schering im Freiverkehr gehandelt, weil dort - im Gegensatz zu anderen Plätzen - ihre Aufnahme in den amtlichen Verkehr nicht beantragt worden ist, dennoch aber Interesse für diese Papiere besteht.
 - 2) Die Mindesthöhe eines Schlusses beträgt an der Münchener Börse in der Regel DM 3.000.-- .
 - 3) Unter "unmittelbar" ist hier "nach Ablauf der für die technische Durchführung erforderlichen Zeit" bzw. "innerhalb der vom Börsenvorstand festgelegten Zeit" zu verstehen.

dagegen erst nach einer längeren Frist, etwa am Ultimo oder Medio des laufenden oder des nächsten Monats.

2. Das Termingeschäft als spezieller Fall des Zeitgeschäftes

Das Hauptcharakteristikum - der spätere Erfüllungstag - des Termingeschäftes wurde soeben genannt. Dennoch bedarf es einer weiteren, genauen Umschreibung, Insbesondere ist zu betonen, daß die Ausdrücke "Terminhandel" und "Zeithandel" nicht identisch sind, obwohl beide das wichtigste Merkmal, den in der Zukunft liegenden Zahlungs- und Lieferungstermin, gemeinsam haben. Folgende Abweichung ist zu beachten: Ein Effektenzeitgeschäft ist jeder Kauf, der zwischen irgendwelchen Personen über irgendwelche Papiere nach irgendwelchen Bedingungen zu irgendwelchen späteren Terminen vereinbart wird. Dagegen unterliegt ein Börsentermingeschäft ganz bestimmten Regeln, die für alle Engagements gleich sind und selten geändert werden. Erst die genauen, bis in die Einzelheiten gehenden Vorschriften der Börsenordnungen und der Liquidationskassen sowie die Börsenusancen geben eine ganz bestimmte Vorstellung vom Terminhandel. Dieser hat sich aus dem Lieferungsgeschäft entwickelt. Das Börsentermingeschäft ist ein spezieller Fall des Zeithandels oder, wie es Göppert nennt, ein qualifiziertes Zeitgeschäft ¹⁾.

Für das Börsentermingeschäft eine umfassende Definition zu finden, scheint ein ziemlich heißes Eisen und eine fast unlösbare Aufgabe zu sein. Das alte Börsengesetz von 1896 bezeichnete als Termingeschäfte "Käufe und sonstige Anschaffungsgeschäfte auf eine fest bestimmte Lieferzeit

1) Vgl. Göppert, H., Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914, S. 42.

Wenn trotzdem in der Folge die Begriffe "Termingeschäft" und "Zeitgeschäft" synonym gebraucht werden, geschieht dies im Interesse stilistischer Abwechslung. Gemeint ist aber stets das Termingeschäft im eigentlichen Sinne.

oder mit einer bestimmten Lieferfrist, wenn sie nach Geschäftsbedingungen geschlossen werden, die von dem Börsenvorstand für den Terminhandel festgesetzt sind, und wenn für die an der betreffenden Börse geschlossenen Geschäfte solcher Art eine amtliche Feststellung von Terminpreisen erfolgt" ¹⁾. Abgesehen davon, daß diese Begriffsbestimmung einen erheblichen Schönheitsfehler aufweist, weil sie das Definitivum selbst zweimal nennt, entsprach sie nicht den Erfordernissen der Praxis. Wie übereinstimmend berichtet wird, wurde das Gesetz häufig umgangen; man schloß Geschäfte ab, denen ein Merkmal der Legaldefinition fehlte. Der Gesetzgeber zog schließlich daraus die Lehren und unterließ es, sich in der Novelle zum Börsengesetz vom 27.5.1908 erneut festzulegen.

Nur wenige wissenschaftliche Autoren haben sich seither um eine Definition bemüht. Nußbaum lehnt die Formulierung des Börsengesetzes von 1896 zwar ab, entfernt sich aber selbst nicht weit davon, wenn er schreibt "Festgeschäft über Anschaffung von Waren oder Wertpapieren, das unter typischer börsenmäßiger Bestimmung der Lieferungszeit, -quantität und -qualität abgeschlossen wird" ²⁾. Außerdem übersieht er die Möglichkeit von Devisentermingeschäften und klammert die Prämienengeschäfte, die keine Festgeschäfte sind, aus. Sommerfeld - Termingeschäfte sind Geschäfte, die nach festen Grundsätzen eines Terminmarktes abgeschlossen werden und deren beiderseitige Erfüllung auf einen späteren Termin hinausgeschoben ist" - drückt sich sehr allgemein aus ³⁾. Die genannten Vorschläge bleiben an der Oberfläche haften, treffen nur die äußere Form.

Im Gegensatz dazu stellt Göppert klipp und klar fest ⁴⁾:

1) Vgl. § 48 des Börsengesetzes vom 22.6.1896.

2) Vgl. Nußbaum, A., Kommentar zum Börsengesetz, München 1910, S. 232 f.

3) Vgl. Sommerfeld, H., Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts, 2.Aufl., Berlin/Wien 1929, S. 9.

4) A.a.O., S. 46 f.

"Es gibt keine Begriffsbestimmung des Börsentermingeschäfts, es gibt keinen Rechtsbegriff, sondern ein Wesen des Börsentermingeschäfts, ein Wesen, das sich ergibt aus der Funktion, die das Geschäft ausübt oder wenigstens auszuüben bestimmt ist". Dieses Wesen sieht er darin, daß "das Börsentermingeschäft von vornherein darauf angelegt ist, die Möglichkeit, durch Abschluß eines Gegengeschäftes für das eingegangene Engagement Deckung zu suchen, in denkbar weitestem Maße zu erleichtern Es gibt nur Anzeichen für das Vorliegen eines Börsentermingeschäftes, nicht Begriffsmerkmale. Das wichtigste Anzeichen ist, daß es nach den Bedingungen geschlossen ist, die der Börsenvorstand für den Börsenterminhandel festgesetzt hat".

Göppert kommt es in erster Linie auf den Sinn und Zweck des Termingeschäftes an, er ist sich bewußt, daß die äußere Form einem Wandel unterliegen kann. Hierin ist ihm zuzustimmen, doch hat er andererseits als Jurist stets den Geltungsbereich des Börsengesetzes im Auge. Das Fehlen einer Definition bleibt höchst unbefriedigend. Zugleich ist das Ergebnis aber sehr bemerkenswert, weil sich in strenger Konsequenz von Göppert's Ansicht zwei verschiedene Arten von Zeitgeschäften herauschälen: einmal Engagements, bei deren Abschluß von vornherein an Gegengeschäfte gedacht ist, und andererseits Geschäfte, die grundsätzlich auf effektive Lieferung bzw. Abnahme gerichtet sind. Kontrakte der letztgenannten Art wären im Sinne von Göppert nicht als Termingeschäfte zu betrachten. Zwei äußerlich vollkommen gleiche Börsenoperationen müßten demnach unterschiedlich benannt werden.

unter Berücksichtigung der von Nußbaum, Sommerfeld und Göppert geäußerten Gedanken könnte man sich vielleicht trotz aller Bedenken auf folgende Definition einigen: Wertpapiertermingeschäfte sind börsenmäßige Anschaffungsgeschäfte über Wertpapiere, die nach den jeweils dafür festgelegten Bedingungen abgeschlossen und an einem bestimmten späteren Zeitpunkt erfüllt werden, wenn die Ver-

tragspartner von vornherein beabsichtigen, die effektive Erfüllung mit Hilfe von Gegengeschäften durchzuführen. - Alle anderen Operationen auf Termin, welche von dieser Begriffsbestimmung nicht erfaßt werden, weil sie etwa von den üblichen Konditionen abweichen, sind zwar Zeitgeschäfte, aber keine börsenmäßigen Terminengagements. Prämiengeschäfte sind jedoch mit eingeschlossen.

wie schon betont, spielen die Bedingungen, nach welchen die Geschäfte abgeschlossen werden, für deren Beurteilung eine wichtige Rolle. Sie wurden nicht zuletzt im Interesse der Übersichtlichkeit, Einfachheit, Schnelligkeit und Sicherheit des Börsenverkehrs eingeführt. So bestanden genaue Vorschriften über den Kreis der termingeschäftsfähigen Personen, die zum Terminhandel zugelassenen Papiere und das Verfahren, nach welchem die Geschäfte abgewickelt werden mußten. Besonders kennzeichnend war der einheitliche Termin, Ultimo oder Medio, an dem die gegenseitigen Forderungen bzw. Verpflichtungen reguliert und notfalls exekutiert wurden ¹⁾. Die umfassende Typisierung ermöglichte die zeitweise riesigen Terminumsätze und rechtfertigte die Bezeichnung der Börse als den höchstorganisierten Markt. Der äußeren Form der Engagements per Termin ist deshalb erhebliche Bedeutung beizumessen.

3. Die Objekte des Effekterminhandels

Für den börsenmäßigen Terminhandel sind, ebenso wie für das Kassageschäft, grundsätzlich sämtliche Arten von Effekten geeignet. Welche Papiere sind aber andererseits zu den Effekten zu zählen? Die übliche Definition der

1) Der Handel per Medio war - neben dem Ultimohandel - an den deutschen Börsen nur zwischen dem 1.10.1925 und dem 1.10.1928 möglich. Vgl. Theisinger, K., und Löffelholz, J., Die Bank, Lehr- und Nachschlagewerk des Bank- und Sparkassenwesens, Band II: Die Bankgeschäfte, S. 571.

Wertpapiere ("Ein Wertpapier ist eine Urkunde, in der ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, daß zur Ausübung des Rechts die Innehabung der Urkunde erforderlich ist" ¹⁾) reicht nicht aus, weil sich die Begriffe "Wertpapiere" und "Effekten" nicht decken. Wie Hintner feststellt, bringt auch die in der Bankpraxis übliche Terminologie keine vollständige Klärung, eben weil dort die beiden Ausdrücke häufig gleichbedeutend verwendet werden ²⁾. Dennoch gibt gerade die Gewohnheit der Bankleute einen wichtigen Hinweis; diese sprechen nämlich zwar von Wertpapieren, wenn sie Effekten bezeichnen wollen, nicht aber von Effekten, wenn es sich um Schecks, Wechsel oder ähnliche Urkunden handelt.

Hintner versteht unter Effekten "Wertpapiere, welche in der Regel zur Kapitalanlage dienen" ³⁾. Man könnte sie vielleicht auch für den regelmäßigen Börsenverkehr geeignete Wertpapiere benennen. Hagenmüller schreibt etwas ausführlicher: "Als Effekten werden diejenigen Wertpapiere bezeichnet, die als Objekt der Kapitalanlage Forderungs- oder Anteilsrechte verbriefen, einen Anspruch auf dauernden Ertrag zusichern und sich innerhalb einer Gattung durch gegenseitige Vertretbarkeit (Fungibilität) auszeichnen" ⁴⁾. Die neuere Entwicklung der Anschauungen tendiert in der Richtung, daß mehr und mehr von der äußeren Erscheinungsform abgesehen wird, d.h. daß die Wertrechte zu den Effekten gezählt werden ⁵⁾. Wesentlich ist schließlich allein das Recht, das in einer Urkunde verbrieft oder sonstwie gesichert sein kann ⁶⁾. Die zwingende Vorstellung

1) Vgl. Hueck, A., Recht der Wertpapiere, 7. Aufl., Berlin/Frankfurt a.M. 1957, S. 1.

2) Vgl. Hintner, O., Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960, S. 47.

3) A.a.O., S. 52.

4) Vgl. Hagenmüller, K.F., Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959, S. 142.

5) Vgl. Opitz, G., Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, Berlin 1954, S. 426.

6) Abgesehen von der Problematik des Girosammeldepotverkehrs, sei daran erinnert, daß u.a. die Anleihen des

von einem Wert p a p i e r wandelt sich damit von selbst.

Im Anschluß an Beckmann sind folgende Effektergattungen zu unterscheiden ¹⁾:

I. Anleihen

1. Bundes-, Länder- und Kommunalanleihen
2. Kassenobligationen
3. Pfandbriefe und Kommunalobligationen
 - a) der Hypothekenbanken
 - b) der Schiffspfandbriefbanken
 - c) der Industrieschaften, Landschaften und Stadtschaften
4. Industrieobligationen
 - a) Gewinnobligationen
 - b) Obligationen mit variabler Verzinsung
 - c) Optionsanleihen
 - d) Wandelschuldverschreibungen

II. Teilhaberpapiere ²⁾

1. Aktien
2. Kuxe
3. Bohranteile und Schiffsparten
4. Investmentzertifikate

Bundes und der Länder zumeist wahlweise als in Teilschuldverschreibungen verbrieft oder als unverbrieft, in den entsprechenden Schuldbüchern eingetragene Forderungen gekauft werden können.

- 1) Vgl. Beckmann, L., Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2. Aufl., Stuttgart 1956, S. 59 f.

Die jüngsten Effektenarten des deutschen Marktes - Kassenobligationen und Investmentzertifikate - wurden in die Aufstellung sinngemäß eingeordnet. Vgl. dazu auch Hintner, O., a.a.O., S. 53 f.

- 2) An den deutschen Börsen werden gegenwärtig weder Bohranteile noch Schiffsparten gehandelt. Außerdem werden die Investmentzertifikate nicht an der Börse notiert, ihr Preis wird vielmehr auf Grund der Börsenkurse errechnet.

Erörterungen über Effekten, seien sie auch prinzipieller Natur, erwecken bei wirtschaftlich gebildeten Menschen Interesse, denn im Hintergrund der abstrakten Begriffe stehen konkrete und zumindest teilweise sehr bekannte ökonomische Gebilde. Dennoch gibt die Antwort auf die Frage nach den Objekten des Börsenterminhandels nicht in erster Linie die Theorie, sondern die Praxis. Zu diesem Zweck ist es erforderlich, in der Börsengeschichte etwas zurückzublenden, in diejenige Zeit, in der noch täglich per Termin gehandelt wurde. Dabei zeigt sich, daß sich der Terminhandel stets fast ausnahmslos mit Aktien beschäftigt hat. Nur in wenigen festverzinslichen Werten wurden jemals Engagements per Termin abgeschlossen. Unmittelbar vor Beginn des Ersten Weltkrieges und in den Jahren 1925 bis 1931 enthielten die Kurszettel der deutschen Terminbörsen nicht eine einzige Obligation ¹⁾.

Wenn sich der Terminmarkt nahezu ausschließlich den Aktien zuwendet, ist das durchaus verständlich, insbesondere im Hinblick auf die Bestrebungen der Spekulation. Der Hauptgrund für die Bevorzugung der Aktien liegt darin, daß deren Kurse in der Regel größeren Schwankungen unterworfen sind als die Preise der Obligationen ²⁾. Schließlich bilden doch die ständigen Veränderungen der Börsennotierungen und, damit verbunden, die Aussichten auf Kursge-

1) Vgl. Palyi, M. und Quittner, P., Artikel "Börse" in Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Frankfurt/Main 1957, S. 284.

2) Diese generelle Behauptung ist allerdings etwas einzuschränken und zu ergänzen: "auf lange Sicht". Der Beweis dafür wurde während der Anspannung des Kapitalmarktes ab Herbst 1955 erbracht, wo selbst die Kurse der Pfandbriefe erster Hypothekenbanken in kürzester Zeit erheblich fielen; aus dem einfachen Grunde, weil sich für das auf den Markt kommende Material keine Käufer fanden und die Emissionsinstitute selbst nur teilweise und äußerst schleppend zur Rücknahme fähig waren. Als weiteres, gerade entgegengesetztes Beispiel ist die starke Erhöhung der Notierungen für die damals im Umlauf befindlichen 8%igen Industrieobligationen um die Jahreswende 1956/57 zu nennen.

winne den Anreiz für den weitaus überwiegenden Teil aller Effektenumsätze, zumal am Terminmarkt.

Gemäß § 50 des bis heute gültigen Börsengesetzes vom 22.6.1896 in der Fassung der Novelle vom 27.5.1908 dürfen zum Börsenterminhandel Wertpapiere nur dann zugelassen werden - die Zustimmung der betreffenden Gesellschaft vorausgesetzt - wenn der Gesamtnennwert aller Stücke, die per Termin gehandelt werden sollen, mindestens 10 Millionen Reichsmark (heute: Deutsche Mark) beträgt ¹⁾. Damit scheiden die Anteile aller kleineren Unternehmungen aus, und es verbleibt ein relativ begrenzter Kreis. Hier von wählen die am Terminhandel Beteiligten die geeigneten Werte aus. Tatsache ist, daß die Zahl der per Termin notierten Effekten im Vergleich zur Gesamtzahl der an der Börse eingeführten Papiere stets sehr gering war. Vor 1914, also in einer Blütezeit des Terminhandels, wurden an der Berliner Börse nur 27 Werte auf Zeit gehandelt, an einzelnen Provinzbörsen sogar weniger als 10 ²⁾. Durchwegs waren es Standardpapiere, die meist auch heute noch am Wertpapiermarkt führend sind. Es ist bezeichnend und tröstlich zugleich, daß trotz der inzwischen eingetretenen politischen und wirtschaftlichen Umwälzungen die Spitzenreiter der Börse kaum gewechselt haben.

4. Die am Termingeschäft beteiligten Personen

Als wirksamste und dauerhafteste Maßnahmen zur Regulierung des Umfanges der Terminengagements sowie zur Erhöhung der Sicherheit des Börsenverkehrs haben sich die Zulassungsbestimmungen erwiesen. Quantität und Qualität der abgeschlossenen Geschäfte hängen unmittelbar von der Zahl

1) Bei Anteilen von Bergwerks- und Fabrikunternehmen ist gemäß § 63 des Börsengesetzes außerdem die Genehmigung des Bundesrates (jetzt: Landesregierung) erforderlich.

2) Vgl. Palyi, M. und Quittner, P., a.a.O., S. 284.

und Art der Teilnehmer ab. Die Beschwerden über die mangelnde Solidität und die Gefahren des Terminhandels bis zum Jahre 1896 kamen nicht von ungefähr, sondern hatten ihre Ursache nicht zuletzt in dem Fehlen gesetzlicher Normen. Das Börsengesetz von 1896 stellte jedoch das andere Extrem dar. Seit 1908 sind aber - bis zur Gegenwart nahezu unverändert - sehr gemäßigte und zugleich übersichtliche Vorschriften in Kraft. Daß trotzdem in der Praxis relativ häufig Meinungsverschiedenheiten und Schwierigkeiten auftraten, ließ sich nicht vermeiden.

Nach der geltenden Rechtslage (§ 53 Börsengesetz) sind Termingeschäfte für beide Teile verbindlich, wenn Kaufleute, die ins Handelsregister eingetragen sind oder deren Eintragung nach § 36 HGB nicht erforderlich ist, oder eingetragene Genossenschaften kontrahieren. Gleiches gilt für noch aktive bzw. ehemalige Bankiers und berufsmäßige Börsenhändler sowie für im Ausland ansässige Personen. Für alle anderen Partner, die also nicht von § 53 des Börsengesetzes erfaßt werden, ist der Abschluß von Termingeschäften unverbindlich, sie können Einwände aus §§ 762 bzw. 764 BGB erheben; wenn etwa ein Engagement ungünstig steht, sind sie nicht verpflichtet zu erfüllen. Gehört aber einer der beiden Gegner zum Kreis des § 53 und hat er sich von seinem Partner ausdrücklich eine Sicherheit in Form von Geld oder Wertpapieren bestellen lassen, ist er gemäß § 54 berechtigt, sich aus der Deckung zu befriedigen. Für ihn selbst ist der Kontrakt in jedem Fall bindend. Das private Publikum, das nicht berufsmäßig mit Bank- und Börsengeschäften oder sonstigen Handelsgeschäften betraut ist, wird somit einerseits geschützt, erhält aber andererseits durch § 54 des Börsengesetzes dennoch die Möglichkeit zur Beteiligung am Terminhandel. Insbesondere wird auch den Banken ein Weg gewiesen, ihre grundsätzlich nicht einklagbaren Ansprüche gegen private Spekulanten abzusichern.

Mehr als eine Einstufung nach juristischen Maßstäben interessiert hier eine börsenpraktische Differenzierung. Unter diesem Gesichtspunkt sind alle Teilnehmer zusammenzufassen, die an der Börse nicht selbst in Erscheinung treten, sondern sich zum Abschluß von Börsengeschäften ihrer Bank bedienen müssen (die Tatsache, daß sich das betreffende Kreditinstitut zur Sicherung seiner Forderung im einen Falle eine Sicherheit geben läßt, im anderen nicht, bleibt dabei ohne Einfluß). Folgende Gruppen der Interessenten des Terminhandels sind zu bilden:

1. die Banken
2. die Kulisse
3. das Publikum

Die Banken schalteten sich stets für eigene Rechnung in den Börsenhandel und damit auch ins Termingeschäft ein. Vor allem aus Liquiditätsgründen legen sie einen Teil ihrer Mittel für ständig oder vorübergehend in Wertpapieren an. Andere Ursachen sind in den Einflußmöglichkeiten und der Ertragslage zu suchen. Die Kursgewinne erreichen in guten Jahren einen erheblichen Prozentsatz der Gesamtergebnisse. Da die Geldinstitute in der Lage sind, mit großen Beträgen zu operieren, ist ihr Einfluß auf die Kursgestaltung bedeutend. Sie haben in der Regel auch die besseren Chancen, bevorstehende Kursveränderungen richtig einzuschätzen, weil sie aufgrund ihrer mannigfachen Beziehungen zur Wirtschaft ausgezeichnet informiert sind. Wenn man gelegentlich wüßte, in welcher Richtung die großen Banken an der Börse engagiert sind, wäre es oft nicht schwierig, Geld zu verdienen.

Eine etwas verschwommene Vorstellung herrscht gemeinhin von der Börsenkulisse. Der Ausdruck, der aus dem französischen Börsenwesen stammt, ist kaum eindeutig zu umschreiben und abzugrenzen. Es bestehen sehr enge, fast nicht trennbare Beziehungen zu den Banken. Als Kulisse wird u.a. der Berufshandel bezeichnet ¹⁾. Dieser Begriff

1) Der Freiverkehr als Teilmarkt - im Gegensatz zum amtlichen Verkehr - wird ebenfalls häufig Kulisse genannt.

ist zwar etwas klarer, die genaue Charakterisierung des betreffenden Personenkreises ist aber hieraus noch nicht ersichtlich, denn berufsmäßig tätig sind auch die Banken bzw. deren Beauftragte. Zur Kulisse zählen alle berufsmäßigen, für eigene Rechnung arbeitenden Börsenbesucher mit Ausnahme der größeren Kreditinstitute, also die freien Makler, Privatbankiers ohne wesentliches Kundengeschäft, ehemalige, an der Börse weiterhin zugelassene Makler, Bankiers und sonstige Händler. Mit gleichem Recht könnten jedoch die übrigen Banken, soweit sie eigene Geschäfte abschließen, ebenfalls zur Kulisse gerechnet werden. Sie würde dann sämtliche Börsenbesucher umfassen, die sich ganz oder teilweise auf eigenes Risiko betätigen. Ausgeschlossen wären nur die Banken in ihrer Eigenschaft als Kommissionäre und die amtlichen Makler, die prinzipiell nicht für sich abschließen dürfen.

Die Kulisse ist das ewig unruhige Element der Börse. Sie lebt von der Börse (oder versucht dies wenigstens zu tun), d.h. von den dauernden Veränderungen der Kurse. Das Vorhandensein einer starken Kulisse ist eine der wichtigsten Voraussetzungen für einen nennenswerten Terminhandel. Sie ist es, die sich, wenn möglich, in erster Linie des Zeitgeschäftes bedient, die es dem Publikum auch in der Baisse gestatten soll, Kontrahenten zu finden, und umgekehrt einer vom Publikum genährten übersteigerten Hausse entgegenzuarbeiten vermag.

Alle anderen Wertpapierinteressenten gehören zum Publikum, somit alle diejenigen, welche keinen direkten Zutritt zum Börsengeschehen besitzen und sich zum Abschluß von Effektingeschäften einer Bank bedienen. Die im Börsengesetz verankerte unterschiedliche rechtliche Stellung von Kaufleuten und Privatpersonen bzw. Inländern und Ausländern ist in diesem Zusammenhang unerheblich. Soweit vorliegen-

Das war auch die ursprüngliche Bedeutung und entspricht der heute noch üblichen Einteilung der Pariser Börse in Parkett und Kulisse. Vgl. Raufeisen, E., Auslandsbörsen, München 1957, S. 147.

den Berichten und den Aussagen der älteren Bankbeamten Glauben geschenkt werden darf, war die Aktivität des Publikums im Terminhandel fast immer sehr rege. Selbst Leute mit geringen Einkommen und Vermögen haben in früheren Jahren in erheblichem Umfange auf Zeit spekuliert. Die dem Termingeschäft eigene Möglichkeit, sich schon mit relativ niedrigen Einschüssen an der Börse betätigen zu können, bot dazu die Voraussetzung.

II. Die verschiedenen Arten des börsenmäßigen Effekten-termingeschäftes

Der in der Zukunft liegende Erfüllungstag, die Möglichkeit von Gegengeschäften zum gleichen Zeitpunkt, die besondere Präferenz für Aktienwerte sowie die speziellen gesetzlichen Vorschriften vermitteln zwar einen ungefähren Überblick über den Terminhandel, kennzeichnen ihn aber bei weitem nicht vollständig. Was den Terminmarkt außerdem deutlich vom Kassamarkt unterscheidet, sind die zahlreichen Variationen beim Abschluß von Engagements. Der Terminhandel bietet Möglichkeiten, welche im Kassageschäft unbekannt sind. Die Vielfalt der äußeren Formen trägt dazu bei, das Zeitgeschäft so unübersichtlich und verwirrend erscheinen zu lassen. Gleichzeitig liegt aber darin teilweise die Ursache dafür, daß das Termingeschäft sehr verlockend wirkt, insbesondere für Personen, die das Instrumentarium beherrschen.

Im Kassageschäft gibt es im wesentlichen nur eine Spekulation à la hausse. Wer Effekten per Kasse kauft, hofft darauf, daß der Kurs steigt oder wenigstens gleich bleibt; wer verkauft, möchte in der Regel eventuellen Verlusten vorbeugen. Aus den gelegentlichen Fixversuchen der Kulisse, die oft mit den Bestimmungen über die Stückelieferungsfristen in Konflikt kommen, sowie aus der Technik der fortlaufenden Notierung läßt sich kaum ein grund-

sätzliches Gegenargument ableiten ¹⁾. Für das Termingeschäft gilt diese Aussage aber nicht im selben Maße. Hier ist ebenso ein Engagement à la baisse möglich und gebräuchlich, d.h. auch im Fallen der Preise liegen Gewinnchancen. Das Engagement nach beiden Richtungen ist eine wesentliche Eigenschaft des Zeithandels und schafft spezielle, in der Gegenwart ungewohnte Aspekte für die Börsen.

Ein Interessent am Kassamarkt braucht über die Art der Abwicklung seiner Orders nicht viel zu wissen. Die Technik ist äußerst einfach, der Auftrag kann nur auf eine einzige Art und Weise erledigt werden (die Handhabung zu Einheits- oder zu variablen Kursen ist nicht sehr verschieden). Sobald der Makler die Anweisung ausführt, ist über den Erfolg des Geschäftes entschieden. Wer sich dagegen am Zeithandel beteiligt, hat bis zur endgültigen Regulierung Gelegenheit, die Entwicklung seines Kontraktes zu überwachen und zu beeinflussen. Das Resultat, das er erzielt, ist in aller Regel die Folge mehrerer, von ihm gefällter Entscheidungen. Der Terminspekulant ist deshalb gezwungen, sich laufend zu informieren und auf Veränderungen sofort zu reagieren. Darüber hinaus stehen ihm für sein Vorhaben jeweils verschiedene Wege offen, zwischen denen er zu wählen vermag. Je geschickter und kombinationsfreudiger er operiert - wobei Veranlagung, Laune und finanzielle Verhältnisse mitspielen - desto günstiger sind seine Aussichten. Sowohl im normalen Termingeschäft (Festgeschäft) als auch im Termingeschäft mit beschränktem Risiko (Prämiengeschäft) liegen Gewinn-, aber auch Verlustmöglichkeiten.

1) Wenn Hunold davon spricht, daß der Erfüllungstermin im Komptantgeschäft (= Kassageschäft) weiter hinausgeschoben wird, handelt es sich nicht mehr um Kassageschäfte im eigentlichen Sinne. Vgl. Hunold, A., Die schweizerischen Effektenbörsen, Zürich 1949, S. 57.

1. Das normale Termingeschäft (Fest- oder Fixgeschäft)

An den deutschen Terminbörsen wurde die überwiegende Anzahl aller Orders in der Form von Festgeschäften ausgeführt. Gegenstand eines Fixabschlusses ist der Kauf (bzw. Verkauf) zu einem bestimmten Kurs per späteren Termin, und zwar ohne Nebenbedingungen. Kennzeichnend dafür ist, daß beide Partner während der gesamten Laufzeit ihrer Engagements - entsprechend der Kursentwicklung - das volle Risiko tragen. Gewinne und Verluste sind weder nach oben noch nach unten begrenzt. Sommerfeld bezeichnet die fixen Kontrakte als "Geschäfte mit gleichen vertraglichen Rechten der Vertragsgegner" ¹⁾. Im Unterschied dazu wird im Termingeschäft mit beschränktem Risiko (Prämiengeschäft) von vornherein die Verlustgefahr für einen der Partner eingeengt. Die Sonderform des Fixgeschäftes - Kauf auf tägliche Lieferung bzw. Verkauf auf Ankündigung - hatte nur vor der Jahrhundertwende geringe Bedeutung und wird daher in der Folge vernachlässigt ²⁾.

Beide Arten, das Festgeschäft und das Prämiengeschäft, sind à la hausse oder à la baisse möglich. Jeder Abschluß, der an der Terminbörse zustandekommt, kann Hausse- und Baisseengagement zugleich sein. Als was er im Einzelfall anzusehen ist, hängt davon ab, von welcher Seite aus man ihn betrachtet. Voraussetzung für jeden Kaufvertrag ist, daß sich Kontrahenten mit diametral entgegengesetzten Absichten oder Interessenlagen finden. Gekauft werden Effekten in der Regel deshalb, weil man sie im Augenblick für preiswert hält, und der Grund für den Verkauf ist ein vermeintlich überhöhter gegenwärtiger Preis, dessen Korrektur erwartet wird. Allerdings ist auch an Deckungsgeschäfte zu denken. Wenn der Käufer ein Haussier und der Verkäufer ein Baissier ist, dient der Kontrakt der Spekulation nach beiden Richtungen. Handelt es sich jedoch für

1) A.a.O., S. 16.

2) Vgl. Gschwindt, L., Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Enquetekommission, Stuttgart 1897, S. 8.

einen der Partner um das Gegengeschäft, sind die beiden Gegner entweder Hausniers oder Baissiers.

a) Das reguläre Hausse-Engagement

Ein Beispiel soll den Vorgang in kurzen Zügen schildern. Man stelle sich einen Spekulanten vor, der in bezug auf die künftige Kursentwicklung Optimist und gewillt ist, daraus Nutzen zu ziehen. Dieser kauft deshalb etwa am 2. März per nächsten Termin einen bestimmten Nominalbetrag einer Aktie. Würde er sonst nichts mehr unternehmen, müßte er am Ultimo März die Stücke abnehmen und bezahlen. Der einzige Unterschied gegenüber einem Kassageschäft bestünde darin, daß nicht sofort erfüllt zu werden braucht. Jedoch, der Terminkäufer hat keineswegs die Absicht, die Papiere effektiv zu erhalten, er denkt vielmehr ausschließlich an die Erzielung einer für ihn möglichst günstigen Kursdifferenz. Entsprechend dem eigentlichen Charakteristikum des typischen Terminhandels ist er bestrebt, noch vor Ablauf der Liquidationsperiode ein Gegengeschäft zum gleichen Termin zu vereinbaren. Erfüllt sich seine Erwartung und steigt der Kurs um einige Punkte, so kann er vielleicht schon am 15. März die Effekten, auf welche er bis dahin lediglich einen Lieferungsanspruch hat, an einen Dritten weiterverkaufen. Am Ultimo wird dann nur noch die Spanne zwischen An- und Verkaufspreis zentral verrechnet.

Nicht immer richtet sich die Tendenz nach oben. Möglicherweise bleibt der Preis des betreffenden Papierses den ganzen Monat März hindurch unverändert oder sinkt. Das Hausse-Engagement endet dann mit Verlust. Denn das Ergebnis wird immer negativ, wenn die Kurssteigerung nicht mindestens die Kosten (Courtage, Steuer etc.) sowie die üblichen Zinsen für den gezahlten Einschuß deckt. So unerfreulich die Umstände für den à la hausse eingestellten Spekulanten sein mögen, er hat daraus die Konsequenzen zu ziehen. Entweder er übernimmt, entgegen seinem Plan, tat-

sächlich die Effekten oder er schließt auf der gleichen bzw. niedrigeren Basis trotzdem ein Gegengeschäft ab - die Kursdifferenz geht in diesem Falle zu seinen Lasten - oder er ist weiterhin von seinen Chancen überzeugt und prolongiert das Engagement bis Ende April.

Unschwer ist zu folgern, daß der Haussier für eine gelungene Spekulation nur geringe Mittel benötigt. Abgesehen von den Einschüssen bei der Liquidationskasse oder seiner Bank, erfordert der Kontrakt bis zur abschließenden Regulierung im Prinzip keinerlei finanzielle Transaktionen. Tritt die erhoffte Kurserhöhung rechtzeitig ein und findet der Haussier einen Partner für das Gegengeschäft, werden die Forderungen und Verpflichtungen von der Liquidationskasse bzw. dem Kreditinstitut kompensiert und der Überschuß dem Gewinner, ohne daß dafür Stücke oder größere Geldsummen erforderlich wären, gutgeschrieben. Lediglich der verlierende Teil muß schließlich den Spitzenbetrag anschaffen. Ohne Zweifel ist diese Art der Abwicklung, wenigstens vom Standpunkt der Börse aus betrachtet, sehr günstig.

b) Das reguläre Baisse-Engagement

Analog dem Hausse-Geschäft verläuft die Spekulation à la baisse. Kommt ein Börsianer aufgrund einer Analyse des Wertpapiermarktes zu der Meinung, daß die Kurse generell oder die Preise einzelner Aktien in der nächsten Zeit zurückgehen werden, orientiert er seine Orders entsprechend. Statt wie der Haussier per Termin zu kaufen, verkauft er. Sinken die Preise tatsächlich, kann er sich vor dem Abrechnungszeitpunkt zu Sätzen eindecken, die unter seinen Verkaufskursen liegen. Je deutlicher der Kurseinbruch ausfällt, desto höher ist die Differenz, welche ihm am Ultimo vergütet wird. Wohlgemerkt, der Baissier veräußert Papiere, die er noch nicht besitzt, die er sich durch das beabsichtigte Gegengeschäft erst beschaffen muß. Auch insoweit

stimmt die Grundhaltung des Baissiers mit der des Hausiers überein: der eine kauft Papiere, die er in Wirklichkeit überhaupt nicht haben will, und der andere verkauft Stücke, die er nicht hat. Beide interessieren sich ausschließlich für die Kursspanne. Dagegen ist die absolute Höhe der Kurse beim Kauf und Verkauf von zweitrangiger Bedeutung. Nach dem ersten Abschluß (Kauf oder Verkauf) gilt das Bestreben der Teilnehmer am Terminmarkt einem möglichst vorteilhaften Gegengeschäft.

Auch das Baisse-Engagement bringt nur dann einen Gewinn, wenn die Differenz zwischen Verkaufs- und Ankaufspreis die Zinsen und sonstigen Kosten überdeckt. Ist die Kursentwicklung für den Baissier ungünstig, muß er sich trotzdem die Stücke beschaffen, denn von der Pflicht zur Erfüllung wird er nicht befreit. Die Möglichkeit der Prolongation, die seine fällige Verbindlichkeit tilgt, verbleibt aber immer. Während eine mißlungene Hausse-Spekulation allerdings durch die effektive Abnahme der Papiere in einem Zuge endet, d.h. nicht unbedingt ein Gegengeschäft erfordert, besteht ein Baisse-Engagement stets aus zwei Teilen, weil jeder Leerverkauf später zu decken ist (sofern der Verkäufer die Stücke nicht selbst besitzt). Im übrigen gelten für die Baisse hinsichtlich der Zahlung dieselben Erleichterungen wie für die Hausse. Bis zur Liquidation läuft der automatische Stundungskredit, den sich die Partner gegenseitig gewähren ¹⁾.

Selbstverständlich hat die Baisse die gleiche Daseinsberechtigung wie die Haussepartei; die Baissiers sind als Kontrahenten unbedingt nötig. Die Gewinn- und Verlustmöglichkeiten sind ebenfalls auf beide Seiten verteilt. Dennoch besteht häufig ein Vorurteil gegenüber der Baisse. Man sieht die Leute nicht gerne, welche die einmal erreichte Kurshöhe anzutasten versuchen. Ein ständiges Anwachsen ihres Vermögens gefällt den Effektenbesitzern ent-

1) Gilt nur für Geschäfte der Kulisse und der Banken, nicht aber im Verhältnis zwischen Publikum und Kreditinstituten.

schieden besser als eine Verminderung. Vielfach wird aber vergessen, daß überspitzte Kurssteigerungen erhebliche Gefahren in sich bergen. Die Masse der kleinen Spekulanten denkt normalerweise nicht an Gewinne aus der Baisse, sondern setzt auf die Hausse. Wie Göppert betont, haben die Baissiers daher außer mit Schwierigkeiten, die sich aus dem Markte ergeben, mit psychologischen Hemmnissen zu kämpfen ¹⁾.

2. Die Termingeschäfte mit beschränktem Risiko (Prämien-geschäfte)

Handelt es sich bei den Fixgeschäften der Form nach um normale Kaufverträge, obgleich die Partner stets nur mit Kursdifferenzen rechnen, so sind die Termingeschäfte mit beschränktem Risiko oder Prämien-geschäfte auch äußerlich einer Wette ziemlich ähnlich. Ihr Entstehen verdanken die Prämien-geschäfte dem Wunsch vieler Börsianer, die Verlustgefahr im Zeithandel einzuengen und von Anfang an kalkulierbar zu machen. Allerdings kann nur einer der beiden Kontrahenten die Risikobeschränkung für sich in Anspruch nehmen. Der andere dagegen, zu dessen Lasten die Vereinbarung geht, der also den Zufälligkeiten der Kursentwicklung ungeschützt gegenübersteht, läßt sich seine Haltung honorieren; die Vergütung, die er von seinem Partner erhält, wird Prämie genannt. Größer als die Prämie kann der Verlust des begünstigten Teiles nicht sein. Wer schließlich der Gewinner ist, ergibt sich aus der Höhe des Kurses am Ende der Vertragsdauer.

Offenbar sind aber die Prämien-geschäfte für den Terminmarkt nicht zwingend notwendig. Denn wie Hintner schreibt, ging ihre Bedeutung an den deutschen Börsen seit der Jahrhundertwende ständig und wesentlich zurück ²⁾. Auch Prion

1) A.a.O., S. 57.

2) Vgl. Hintner, O., Geld-, Bank- und Börsenwesen, 33.Aufl., Stuttgart 1951, S. 607.

weist darauf hin und sieht die Ursache in der ständigen Verringerung der Kursschwankungen sowie in der Abnahme der großen Berufsspekulation ¹⁾. Vielleicht liegt ein weiterer Grund in den hohen Prämiensätzen, welche die Begünstigten stets zu zahlen hatten. Das besondere Risiko des anderen Partners kann ebenfalls mit von Einfluß gewesen sein. Im Einzelfall wird es in erster Linie von den jeweils erwarteten Kursausschlägen abhängen, ob einer der Kontrahenten ein Prämiengeschäft befürwortet. Zwar bietet das reguläre Geschäft allein genügend Anreiz für die Teilnahme am Zeithandel, doch wird die Zahl der möglichen Kombinationen durch Prämienabschlüsse stark vermehrt.

a) Das Vorprämiengeschäft

Durch den Abschluß eines Vorprämiengeschäftes erhält der eine Partner das Recht, von seinem Gegner am Liquidationstermin einen bestimmten Betrag von Effekten zum vereinbarten Kurs zu beziehen; er ist aber nicht verpflichtet, die Papiere auch tatsächlich zu erwerben. Der eine hat also die Wahl, der andere muß stillhalten und bekommt dafür eine Prämie. Für welchen der beiden Wege sich der zum Kauf Berechtigte entschließt, hängt von der Höhe der offiziellen Notierung am Abrechnungstag ab: liegt diese über dem abgesprochenen Kurs, der die Prämie beinhaltet, wird er stets abnehmen; entspricht sie diesem, kauft er ebenfalls und hat dann (unter Vernachlässigung von Courtage etc.) weder verdient noch verloren; ist sie jedoch niedriger, bleibt es eine Rechenaufgabe zu ermitteln, ob es vorteilhafter ist, die Prämie gesondert zu entrichten oder einen im Vergleich mit dem Marktpreis überhöhten Kurs zu zahlen.

Nur der Haussier, der zwar mit einer über den Prämiensatz hinausgehenden Kurssteigerung rechnet, trotzdem aber vor-

1) Vgl. Frion, W., Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2. Aufl., München/Leipzig 1929, S. 108.

sichtig ist, wird sich des Vorprämiengeschäftes bedienen. Sein Risiko beschränkt sich dabei auf die Prämie. Für den Kontrahenten liegt in der Prämie eine Gewinnchance. Zugleich läuft dieser allerdings Gefahr, bei größeren Kursprüngen die volle Differenz zwischen dem vereinbarten und dem effektiven Kurs am Liquidationstag zu verlieren. Da auch die Partner eines Prämiengeschäftes normalerweise nicht an den Papieren selbst interessiert sind, schließen sie in aller Regel Gegengeschäfte ab. Deshalb darf ein einziges Termingeschäft mit beschränktem Risiko ebenfalls nicht für sich allein betrachtet werden.

b) Das Rückprämiengeschäft

Was für den Haussier das Vorprämiengeschäft, ist für den Baissier die Rückprämie. Ein Verkauf mit Rückprämie beinhaltet das Recht, nicht aber die Pflicht, ein Papier zu einem bestimmten Kurs zu liefern. Durch Zahlung einer Prämie kann sich der Begünstigte von seiner Verbindlichkeit lösen. Der Terminkurs des Rückprämiengeschäftes ist verständlicherweise - im Gegensatz zur Vorprämie - niedriger als die Notierung am Tage des Abschlusses, weil die Prämie abgezogen wird. Ein derartiges Engagement ist für einen Baissier interessant, wenn er einen über den Prämiensatz hinausgehenden Kursrückgang vermutet. Sinken die Preise tatsächlich, deckt er sich billig ein, liefert zum festgelegten Kurs und bucht die Differenz als Verdienst. Auf welche Art der à la baisse gestimmte Spekulant seine Verpflichtung gegenüber seinem Kontrahenten nach Ablauf der vorgeschriebenen Frist erfüllt - ob durch effektive Übertragung von Stücken oder durch Prämienzahlung - ergibt ein Vergleich der betreffenden Kurse.

c) Das Stellageschäft

Der Prämiengeber eines Vorprämiengeschäftes ist Haussier;

er setzt auf das Steigen der Kurse, möchte sich aber gleichzeitig gegen eventuelle Rückfälle schützen. Umgekehrt ist der Prämiengeber im Rückprämiengeschäft à la baisse eingestellt, doch auch er schirmt sich vor unerwarteten Kursveränderungen ab. Beide lassen sich die Rückversicherung etwas kosten. Besonders vorsichtige Leute, welche die künftige Börsentendenz nicht für eindeutig genug halten, haben das Bestreben, ihre Orders nach zwei Richtungen abzudecken. Die Terminbörse bietet für derartige Absichten gleichfalls eine passende Form, nämlich das Stellagesgeschäft. Ob die Stellage dem Versicherten im Normalfall einer ruhigen Kursentwicklung allerdings infolge der hohen Prämie noch ausreichende Gewinnchancen bietet, ist mehr als fraglich.

Im wesentlichen ist das Stellagesgeschäft die Verbindung einer Vorprämie mit einer Rückprämie. Einem der Beteiligten wird gestattet, ein Papier zu einem bestimmten höheren Kurs von seinem Gegner zu beziehen oder zu einem niedrigeren Kurs an diesen zu liefern. Für eine der beiden Möglichkeiten muß sich der Prämiengeber entscheiden, weil eine Barregulierung des Prämienbetrages nicht in Frage kommt. Der Preis für die weitgehende Beschränkung des Risikos besteht in einer relativ teureren Prämie, die in die Kurse eingerechnet wird. Will der Begünstigte verdienen, müssen die Kurssprünge erheblich sein.

d) Das Nochgeschäft

Ähnlich wie die Stellage ist auch das Nochgeschäft ein kombinierter Vorgang. Es entsteht durch die Koppelung eines fixen Terminabschlusses mit einer Vor- oder Rückprämie und ist sowohl à la hausse als à la baisse möglich. Im Zusammenhang mit einer Vorprämie hat es zum Inhalt, daß der Prämiengeber von seinem Partner einen bestimmten Betrag von Effekten per Termin fest kauft und außerdem befugt ist, dieselbe Summe einmal oder mehrmals nachzufordern.

Umgekehrt kann sich ein Verkäufer das Recht ausbedingen, das vereinbarte Quantum einmal oder öfters nachzuliefern. Der Kurs der "noch" zu fordernden bzw. "noch" zu liefern- den Partie liegt höher/tiefer als die Notiz für das Fest- geschäft, da die Prämie zu berücksichtigen ist. Wird am Ende der Vertragsdauer auf die Ausübung des Nachforderungs- bzw. Nachlieferungsrechtes verzichtet, muß die Prämie ge- sondert überwiesen werden. Das Nochgeschäft entspricht im Grunde der im Handelsverkehr üblichen Option.

III. Prolongation und Abwicklung der Termingeschäfte

Welche große Bedeutung die rein technischen Spielregeln haben, die im Termingeschäft viel ausgeprägter als im Kassageschäft sind, kam bereits zum Ausdruck. Nicht zu- letzt die speziellen Formen der Prolongation und Abwick- lung geben dem Terminhandel ein besonderes Gepräge. Es ist deshalb unumgänglich, etwas näher darauf einzugehen. Vor allem scheint es angebracht, die für das Zeitgeschäft geschaffenen Einrichtungen und Hilfgeschäfte zu beschrei- ben. Dabei werden sich einige durchaus interessante Aspek- te ergeben. Auch Verfahrensfragen lassen sich nicht voll- kommen losgelöst von den hinter ihnen stehenden Problemen behandeln, wenn ein so lebendiges Thema wie die Börse zur Diskussion steht.

1. Die Prolongation der Terminengagements

Feste Terminengagements hatten in Deutschland in der Regel eine Laufzeit bis zum nächsten oder übernächsten Abrech- nungstag; von der zweiten Monatshälfte an wurden z.B. Ab- schlüsse per Ultimo des Folgemonats zugelassen ¹⁾. Eine

1) Vgl. Veessenmayer, E., Die Neugestaltung des Effekten- termingeschäfts seit seiner Wiederaufnahme im Oktober 1925 mit besonderer Berücksichtigung von Liquidations- kassen und Medioliqidation, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaft- liche Studien, Jena 1929, S. 228.

Frist von zwei bis sechs Wochen ist jedoch relativ kurz ¹⁾. Während dieser Zeit können sich zwar erhebliche Kursveränderungen ergeben, es muß aber nicht so sein. Die Bewegungen der Kurse, welche die Grundlage für Terminoperationen bilden, erfolgen nicht in regelmäßigen Intervallen, wenn auch manche Statistiker glauben, eine gewisse Periodizität festgestellt zu haben.

In der Tat gibt es gewisse Anhaltspunkte, die ein lebhafteres oder ruhigeres Geschäft und damit höhere bzw. niedrigere Kurse möglich werden lassen, wie etwa Kupontermine, Jurlaubsmonate, jahreszeitliche Unterschiede, Bilanzstichtage, Steuertermine usw., aber die Wirklichkeit stimmt nur sehr selten mit irgendwelchen Vorausberechnungen überein. Zu viele Faktoren überschneiden sich und bilden schließlich die Kurse. Obwohl die am Termingeschäft Beteiligten meist einiges von der Börse verstehen, täuschen sie sich häufig in ihren Prognosen. Die Kurse haben dann eben nicht den angenommenen Verlauf gezeigt und die Hausse- oder Baisse-Aufträge nicht den gewünschten Erfolg gebracht. Die Geschäftspartner stehen in solchen Situationen vor der Wahl, die Abschlüsse entweder zu erfüllen und dadurch zu beenden oder eine Möglichkeit zur Prolongation zu suchen.

Jede Prolongation verfolgt den Zweck, Orders, die sich nicht erwartungsgemäß entwickelt haben, bis zum nächsten Liquidationszeitpunkt hinauszuschieben ²⁾. Eine Verlängerung wird vorgenommen, wenn der Käufer oder Verkäufer damit rechnet, daß die Kursveränderung während der Prolongationsfrist seinen Vorstellungen entspricht. Termingeschäfte können nicht nur einmal, sondern beliebig oft prolongiert werden. Ausschlaggebend ist die jeweilige

- 1) Die Dauer der Prämiengeschäfte war meist etwas länger. An der Züricher Börse können sie heute noch bis zu zwei Monaten ausgedehnt werden. Vgl. Hunold, A., a.a.O., S. 72.
- 2) Auf spätere Termine konnte - entsprechend den Bedingungen der einzelnen Börsen - meist nicht hinausgeschoben werden.

Börsentendenz. Es ist einleuchtend, daß bei andauernd ruhigem Geschäft und geringen Kursveränderungen das Bedürfnis für Verlängerungen wesentlich größer ist als in Zeiten mit starken Schwankungen, weil im letzteren Falle die Ergebnisse der einzelnen Spekulationen meist eindeutig positiv oder negativ sind.

Einer Klärung bedarf der Ausdruck "Prolongation". Nach dem Wortlaut sollte man annehmen, die beiden Partner würden lediglich einen neuen Erfüllungszeitpunkt vereinbaren. Der Vergleich mit der Verlängerung eines Wechsels liegt nahe. In Wirklichkeit verläuft der Vorgang vollkommen anders. Genau betrachtet, handelt es sich um die Beendigung des ursprünglichen Engagements und gleichzeitig um den Abschluß von zwei neuen Geschäften. Nach den Börsenusancen sind sämtliche offenen Kontrakte am Liquidationstag abzuwickeln, d.h. auszugleichen, ohne Rücksicht auf die Höhe der Kurse. Die Regulierung bringt aber, wenn überhaupt, nur einem der beiden Partner einen Gewinn, dem anderen dagegen einen Verlust. Will der Verlierer jedoch noch nicht aufgeben und sein Vorhaben aufrecht erhalten, wendet er sich an einen Dritten, der ihm den erforderlichen Geld- bzw. Stückebetrag zur Verfügung stellt. Eine sofortige und unmittelbare Prolongation zwischen den bisherigen Kontrahenten scheidet aus, weil institutionelle Gründe entgegenstehen. Als gesondert zu behandelndes neues Geschäft ist allerdings eine Vereinbarung der bisherigen Gegner ebenfalls denkbar. Von einer "direkten Prolongation" ist nur bei Publikumspekulationen zwischen Bank und Kundschaft zu sprechen ¹⁾. Die Verlängerung von Terminabschlüssen wird Report- bzw. Deportgeschäft genannt ²⁾.

1) Vgl. Schmidt, F., Liquidation und Prolongation im Effekterterminhandel, Leipzig 1912, S. 31.

2) Einige Autoren bezeichnen die Prolongation einheitlich als Reportgeschäft. Vgl. u.a. Ammenhäuser, E., Der Effekterterminverkehr an den deutschen Börsen, Berlin/Wien 1928, S. 55 oder Theisinger, K. und Löffelholz, J., a.a.O., S. 574.

a) Das Reportgeschäft

Angenommen, der Haussier A habe per Ultimo Juni nom. DM 10.000.-- eines Papierees zum Kurs von 120 % gekauft. Beim Abschluß hatte er damit gerechnet, die Effekten noch vor der Juniliquidation mit Gewinn abgeben zu können; seine Erwartung erfüllte sich aber nicht. Er ist deshalb zur Abnahme der Stücke und zur Zahlung von DM 12.000.-- gezwungen. Da er den Betrag nicht flüssig machen will oder kann und er an seiner optimistischen Meinung über die künftige Tendenz festhält, sucht er sich einen Geldgeber B, der für ihn Ende Juni die Wertpapiere erwirbt, sich aber gleichzeitig verpflichtet, diese am folgenden Ultimo zum selben Kurs wieder herauszugeben. Das Kursrisiko, und damit auch die Chance eines Kursgewinnes, während des Monats Juli trägt A allein, weil er die Effekten zum ursprünglichen Kurs zurückzunehmen hat.

Rechtlich gesehen handelt es sich um einen zweifachen Kaufvertrag: A verkauft per Ultimo Juni an B, dieser per Ultimo Juli wieder an A. Vom wirtschaftlichen Standpunkt aus ist die Prolongation des Haussiers jedoch als Kreditgeschäft mit A als Kreditnehmer und B als Kreditgeber zu betrachten. Die Sicherheit des Kreditgebers besteht darin, daß er vorübergehend das Eigentum (nicht nur den Besitz!) an den Wertpapieren erwirbt. Als Entgelt erhält er Zinsen, den sogenannten Report.

Auf das Reportgeschäft hatten sich vor allem die Banken spezialisiert. Für Geldinstitute mit Niederlassungen an den Börsenplätzen war die Reportierung eine willkommene Möglichkeit, kurzfristige Beträge zinsbringend und sicher anzulegen. Sicher erschien diese Form der Geldanlage deshalb, weil sich die Banken außer den für Prolongationszwecke hereingenommenen Papieren häufig zusätzliche Deckungswerte geben ließen, was insofern leicht durchführbar war, als die Börsenspekulanten meist über Depots bei ihrer Hausbank verfügen. Wirtschaftlich, wenn auch nicht juristisch, hat das Reportgeschäft Ähnlichkeit mit dem Lom-

bardgeschäft. Man spricht daher in diesem Zusammenhang von einem "uneigentlichen" Lombardgeschäft (beim "eigentlichen" Lombardgeschäft erlangt der Gläubiger nur den Besitz an den verpfändeten Effekten) ¹⁾.

b) Das Deportgeschäft

Im Gegensatz zum Reportgeschäft, das die Prolongation von Haussepositionen ermöglicht, werden mit Hilfe des Deportgeschäftes Baisseengagements hinausgeschoben. Der Terminverkäufer, der am Ultimo Papiere zu liefern hat, die er nicht besitzt, nimmt mit einem Dritten Verbindung auf, der über die benötigten Effekten verfügt und diese für einen Monat zur Verfügung stellt. Die juristische Grundlage ist - analog dem Reportgeschäft - ein Ankauf per derzeitigen und zugleich ein Verkauf per nächsten Liquidationstermin. Normalerweise zahlt der Stücke-"Verleiher" (nicht der prolongierende Baissier!) an seinen Partner eine zinsähnliche Vergütung für die erhaltene Geldsumme. Ist jedoch die Nachfrage nach Stücken sehr groß, d.h. tritt Stückemangel ein, ist umgekehrt häufig eine Stückerleihgebühr, der Deport, zu entrichten.

Auch ins Deportgeschäft waren die deutschen Banken maßgeblich eingeschaltet. Sie konnten auf diese Weise ihre Wertpapierbestände nutzbringend verwerten, ohne sich von ihnen auf die Dauer trennen zu müssen. Deport- und Reportgeschäft sind diejenigen "Termingeschäfte", bei denen - entsprechende Sicherung vorausgesetzt - der Gewinn (= Zinsgewinn) den Geld- bzw. Stücke-"Verleihern" auf jeden Fall sicher ist, was die Haussiers und Baissiers von ihren Abschlüssen durchaus nicht behaupten können.

1) Vgl. Beckmann, L., a.a.O., S. 72

2. Sicherung und Abwicklung der Börsentermingeschäfte

a) Die Aufgaben der Liquidationskassen

Schon früh führte der bedeutende Geschäftsumfang des Terminmarktes zu Bestrebungen, die Durchführung und Abwicklung der Engagements zu vereinfachen. Dazu besteht eine zwingende Notwendigkeit, denn sämtliche während einer Periode vorgenommenen Abschlüsse müssen am Liquidationstermin innerhalb kurzer Frist ausgeglichen werden. Die Papiere, die irgendein Spekulant gekauft hat, sind in aller Regel wieder an einen anderen weitergegeben worden; von dem zweiten Käufer sind sie auf einen dritten übergegangen usw. Auf diese Weise ist eine lange Kette von Beteiligten entstanden, welche am Abrechnungstag die Effekten in der einen und die Geldbeträge in der anderen Richtung zu durchlaufen hätten. Statt aber alle Kontrakte in natura zu regulieren, was praktisch fast unmöglich scheint, wird von einer Zentralstelle ein erheblich einfacherer Modus angewandt: der erste Verkäufer liefert direkt an den letzten Käufer und dieser zahlt an jenen den Gegenwert, während alle dazwischenliegenden Partner lediglich die Kursdifferenzen ausgleichen ¹⁾.

Noch ein zweites Ziel mußte erreicht werden - die Sicherung der einzelnen Kontrakte. Jedes Termingeschäft beinhaltet nämlich eine Kreditgewährung: der Verkäufer stundet dem Käufer bis zum Abrechnungstag die Kaufsumme, der Käufer dem Verkäufer die Stücke. Unter den Börsenteilnehmern herrscht zwar ein ziemlich vertrauter Ton, man kennt sich ziemlich gut, trotzdem hat man gegenseitig nur selten den nötigen Einblick in die finanziellen Verhältnisse, wenigstens nicht in dem Maße, welches als Voraussetzung für die laufenden Abschlüsse nötig wäre. Schließ-

1) Das an den englischen Börsen übliche Ticket-System mit indossierten und von Hand zu Hand gegebenen Liefer- bzw. Abnahmescheinen war lange nicht so rationell wie die in Deutschland angewandte Skontrierung, erforderte allerdings keine zentrale Abrechnungsorganisation. Vgl. Schmidt, F., a.a.O., S. 8 f.

lich sind neben den eigenen Forderungen auch diejenigen Lieferungs- und Zahlungsverpflichtungen zu berücksichtigen, die der betreffende Kontrahent anderen Personen gegenüber eingegangen ist. Nicht immer hat der Partner die Bonität einer Großbank.

Deshalb wurden im Laufe der Zeit die Liquidationskassen geschaffen. Ihre Organisation war an den einzelnen Börsenplätzen nicht ganz einheitlich, im wesentlichen beruhte sie aber überall auf dem Gedanken der gegenseitigen Aufrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten - dem gleichen Prinzip, das dem Abrechnungsverkehr der Landeszentralbanken zugrunde liegt. Als Beispiel für die folgende Erläuterung soll das bis 1931 in Berlin übliche System gewählt werden, das von Winter eingehend beschrieben wird ¹⁾.

b) Die Sicherung der Termingeschäfte

In Berlin wurden die Effektermingeschäfte vom Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Berliner Wertpapierbörse e.V. sowie der Liquidationskasse Aktiengesellschaft überwacht. Dem Verein gehörten die Mitglieder der Gemeinschaft der Privatbankiers, der Stempelvereinigung und der Maklergemeinschaft an. Als ausführendes Organ des Vereins fungierte die Liquidationskasse A.G. Durch den Beitritt zum Verein verpflichteten sich die Mitglieder, sich gegenseitig als Aufgabe für Zeitgeschäfte anzuerkennen, außerdem alle Kontrakte nach den Bedingungen der Liquidationskasse abzuschließen und über diese abzuwickeln ²⁾. Die Liquidationskasse war berechtigt, in den Fällen, in denen ein Kontrahent seine Verbindlichkeit nicht erfüllen konnte, zur Exekution zu schreiten.

1) Vgl. Winter, J., Die Systeme der Sicherung und Abwicklung der Termingeschäfte an den Effektenbörsen, Leipzig 1929, S. 23 f.

2) Vgl. auch Schneider-Dahlheim, Usancen der Berliner Wertpapier-Börse, bearb. von K. Hartung, 37. Aufl., Berlin 1939, S. 128.

Durch zwei Bestimmungen wurde die Sicherung der einzelnen Geschäfte erreicht:

1. Bei Aufnahme in den Verein mußten die Firmen Bareinlagen zwischen RM 250.000.-- und RM 20.000.-- leisten, je nach der finanziellen Potenz und der Höhe der erwarteten Terminumsätze. Die Beträge dienten als Rücklage für eventuelle Zahlungsschwierigkeiten der Mitglieder.
2. Für alle Abschlüsse - mit Ausnahme eines gewissen Freibetrages, der von der Höhe der Einlage abhing - war eine 15%ige Sicherheit in bar oder erstklassigen Papieren zu hinterlegen. Verringerte sich der Wert der Deckung durch Kursrückgänge, so entstand eine entsprechende Nachschußpflicht. Jeder Kauf und Verkauf in verschiedenen Effekten mußte gesondert gedeckt werden. Nur dann, wenn in demselben Papier Käufe und Verkäufe zum gleichen Termin abgeschlossen wurden, brauchte lediglich der Saldo gesichert zu werden.

Aufgrund dieser Vorschriften wurde das Risiko der Terminhändler, von ihren Kontrahenten nicht befriedigt zu werden, weitestgehend begrenzt, wenn nicht ausgeschlossen. Konnte eine Mitgliedsfirma ausnahmsweise ihre, Einschüsse und Einlage übersteigende Verbindlichkeit nicht vollständig erfüllen, wurde auf die Reserven der Liquidationskasse zurückgegriffen. Die angesammelten Gewinne (aus Liquidationsgebühren und Zinseinnahmen) und vor allem die Einlagen der anderen Mitglieder des Liquidationsvereins standen für solche Zwecke zur Verfügung. Allerdings stellte die Einlage des einzelnen Mitgliedes an der Berliner Börse - im Gegensatz zu manchen Provinzbörsen - den Höchstbetrag für die gegenseitige Haftung dar. Theoretisch war die Solidarbürgschaft also beschränkt. Infolge des bedeutenden Garantiefonds wurden aber in der Praxis Verluste für die Partner insolventer Firmen immer vermieden.

c) Die Abwicklung der Termingeschäfte

Wie bereits betont, hatten sich die Mitglieder des Liquidationsvereins verpflichtet, alle Abschlüsse über die Liquidationskasse abzuwickeln. Diese Vereinbarung war die Vorbedingung für eine umfassende Registrierung sämtlicher Engagements. Daneben ließ sich die Liquidationskasse alle neuen Kontrakte täglich melden; verspätet angezeigte Geschäfte übernahm sie nicht in ihre Haftung. Für die Mitteilungen an die Kasse bestand strenger Formularzwang. Eine Kontrolle der Angaben in den einzelnen Vordrucken ergab sich dadurch, daß über jeden Vorgang zweimal berichtet wurde - sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer.

Aus den täglich eingehenden Anzeigen konnte die Liquidationskasse laufend die Höhe des Obligos ihrer Mitglieder ermitteln sowie die nötigen Einschüsse errechnen und anfordern. Zum Liquidationsstichtag wurden die einzelnen Konten abgeschlossen und die Salden festgestellt. Die Abnahme bzw. Lieferung der Stücke und der Ausgleich der Geldldifferenzen erfolgten über den zuständigen Kassenverein. Nach Winter wurden den Abrechnungen seit Mai 1928 nicht mehr die sogenannten Liquidationskurse zugrundegelegt, sondern die tatsächlich von den Parteien vereinbarten Preise, welche der Liquidationskasse aus den täglichen Meldungen bekannt waren ¹⁾. In Wirklichkeit bestand jedoch zwischen einer Regulierung zu fiktiven Liquidationskursen und einem Ausgleich zu effektiven Kursen kein wesentlicher Unterschied. Beide Methoden führten zum gleichen Ziel, einer vollständigen Glatstellung der gegenseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten.

An allen anderen deutschen Börsen war das Verfahren ähnlich. Skontriert wurden die Umsätze auch dort. Die Unterschiede der einzelnen Systeme waren überwiegend formaler, aber nicht grundsätzlicher Art. Den Geschäftsumfang des Berliner Terminmarktes erreichten die Provinzbörsen aller-

1) A.a.O., S. 32.

dings nicht annähernd. Daß Berlin es in erster Linie auf große Umsätze anlegte, bewies u.a. der mit RM 6.000.-- relativ hohe Mindestschlußbetrag ¹⁾.

1) Zahlenangabe entnommen aus Schneider-Dahlheim, a.a.O., S. 127.

2. H a u p t t e i l

Die wirtschaftliche Problematik des Effekten- terminhandels unter besonderer Berücksichtigung der gegenwärtigen Verhältnisse

Nach der nötigen Einführung und Vorbereitung steht nunmehr die eigentliche Problematik des Terminhandels in Wertpapieren zur Diskussion. Gleich zu Anfang sei betont, daß hierbei - entsprechend dem Thema - ausschließlich die wirtschaftlichen Probleme interessieren. Mit dieser Beschränkung auf ein Teilgebiet wird jedoch durchaus nicht verkannt, daß das Zeitgeschäft auch unter anderen Aspekten, vor allem aus rechtlicher Sicht, Anhaltspunkte für lohnende Untersuchungen bietet. Hinzuweisen ist insbesondere auf die Vorgänge bei der Prolongation sowie den durch das Börsengesetz ermöglichten Differenzeinwand. Gerade der Differenzeinwand als Voraussetzung für die Anfechtung der Wirksamkeit von Zeitgeschäften gab den Juristen stets von neuem Anlaß für eingehende Überprüfungen. Daher sind die zahlreichen Äußerungen juristischer Autoren über das Termingeschäft verständlich.

Obwohl aus streng rechtlicher Sicht nicht in jedem Falle absolut gültige Urteile über ökonomische Zusammenhänge erzielbar sind, ist anzuerkennen, daß die Juristen wesentlich zur Erforschung und Erkenntnis beigetragen haben. Ihre wichtigste Folgerung, das Termingeschäft als reines Differenzgeschäft anzusehen, blieb zwar nicht unwidersprochen, berührt aber die zentrale Frage. Im weiteren Verlauf wird darauf einzugehen sein.

Im Rahmen der folgenden Ausführungen soll stets die Verbindung mit der gegenwärtigen Situation der deutschen Effektenbörsen im Auge behalten werden. Dies ist schon allein deshalb erforderlich, weil sich seit der Einstellung des

Zeithandels im Jahre 1931 vieles geändert hat, weshalb die damaligen Verhältnisse nicht die alleinige Basis bilden können. Im Hintergrund aller Überlegungen hat der Gedanke an eine eventuelle Wiederaufnahme des börsenmäßigen Effektermingeschäftes zu stehen. Leider ist nämlich festzuhalten, daß die Diskussion über die Neueinführung des Terminhandels in Wertpapieren in der Bank- und Börsenpraxis, wo letzten Endes die Entscheidung pro oder contra fallen wird, nicht immer das Niveau erreicht, das der Bedeutung der Angelegenheit angemessen wäre. Zu häufig werden technische und formale Details, die nur zweitrangig sein dürfen, überschätzt. Die Hauptsache, die Klärung der wirtschaftlichen Konsequenzen, gerät dadurch in Gefahr, nicht gebührend beachtet zu werden.

I. Effekterminhandel und Effektspekulation

Schon mehrmals wurde bisher über Spekulation und Spekulanten gesprochen, ohne allerdings zu definieren, was darunter zu verstehen ist. Nähere Erläuterungen waren zunächst nicht unbedingt erforderlich. An dieser Stelle bleibt jedoch keine andere Möglichkeit, als den Zusammenhang zwischen der Spekulation und dem Terminhandel in Wertpapieren zu beleuchten. Die späteren Erörterungen werden beweisen, daß die Verflechtung zwischen beiden Komplexen sehr eng ist. Nur dann kann das Wesen des Termingeschäftes voll erfaßt werden, wenn Gewißheit über den Begriff der Spekulation herrscht. Daher einige Worte über die Spekulation im allgemeinen und die Effektspekulation im besonderen.

1. Die Spekulation mit Wertpapieren

Oft und in den verschiedensten Verbindungen werden die Ausdrücke "Spekulation" und "Spekulanten" gebraucht. Fast immer haftet ihnen ein unangenehmer Beigeschmack, etwas Anrüchiges an. Modern und interessant ist heute etwa das

Thema "Grundstücksspekulation" ¹⁾. Weitere Beispiele wären unschwer zu finden. Nicht nur im Zusammenhang mit der Wertpapierbörse - wenngleich dort wohl am häufigsten - wird also von Spekulation gesprochen, sondern auch auf anderen Gebieten. Die öffentliche Meinung bezeichnet damit in den allermeisten Fällen eine nicht ganz einwandfreie Art der Gewinnerzielung, zumindest eine Methode, die keine besondere Leistung voraussetzt. Daß nur selten der reine Zufall Erfolge bringt und die vorangegangene Mühe dem Außenstehenden häufig nicht erkennbar ist, wird bei Verallgemeinerungen allerdings in der Regel vergessen.

Für die Öffentlichkeit am ehesten ersichtlich sind die täglichen Vorgänge am Wertpapiermarkt, speziell an den Effektenbörsen. Operationen von Flick oder Krages, um zwei der großen Akteure der Nachkriegszeit zu nennen, haben stets Stoff für ausgedehnte Unterhaltungen geliefert. Es liegt nahe, als Ursachen für größere Kursveränderungen bestimmte Drahtzieher zu vermuten. Das Publikum ist sehr großzügig mit der Verwendung der Bezeichnung "Spekulation", wie überhaupt die Ansicht verbreitet ist, das ganze Geschehen an den Wertpapierbörsen stelle lediglich eine verwerfliche Spekulation dar. Trotzdem dürfte außer Zweifel stehen, daß nicht viele Leute genau wissen, was sie damit zum Ausdruck bringen wollen.

a) Das Wesen der Spekulation

Eine etymologische Ableitung hätte wenig Sinn, dagegen ist es zweckmäßig, die Hauptmerkmale zu betonen. Wichtigstes Charakteristikum eines spekulativen Vorganges scheint die Ungewißheit über das zu erzielende Resultat zu sein. Da das Ergebnis erst in der Zukunft feststehen wird und sich

1) Welche Formen die Grundstücksspekulation angenommen hat, beweisen die enormen Grundstückspreise. Das Baulandbeschaffungsgesetz von 1960 hat nicht zuletzt den Zweck, der Bodenspekulation zu begegnen.

in der Gegenwart bestenfalls innerhalb gewisser Grenzen abschätzen läßt, ist stets ein erhebliches Risiko vorhanden. Eine Spekulation in die Vergangenheit ist naturgemäß nicht möglich. Die Blickrichtung des Spekulanten geht immer nach vorne, niemals zurück. Womit aber nicht gesagt sein soll, daß Gegenwart und Vergangenheit innerhalb der Erwägungen des Spekulanten keine Rolle spielen. Ganz im Gegenteil! Die Handlungen jedes vernünftigen Menschen sind in hohem Maße eine Konsequenz des bisher Erlebten, d.h. seiner angesammelten Erfahrungen. Als weiteres Attribut und eigentliches Ziel einer jeden Spekulation kommt hinzu das Streben nach Erfolg - bei einer wirtschaftlichen Spekulation also nach einem irgendwie in Geld zu beziffernden Gewinn.

Der Spekulant möchte seine Dispositionen so treffen, daß für ihn in der Zukunft ein Vorteil entsteht. Um dafür die Voraussetzungen zu schaffen, überlegt er sich, mit welchem Trend die Entwicklung auf dem für ihn interessanten Gebiet fortschreitet, und nimmt dabei möglichst alle dafür in Betracht kommenden Einflüsse gedanklich vorweg. Ernsthafte Spekulation bedingt daher geistige Tätigkeit. Daß Glück sowie die nicht beeinflussbaren und unabsehbaren äußeren Umstände letztlich mitentscheidend sind, ist für diese Feststellung unerheblich und schmälert die Bedeutung der gedanklichen Arbeit nicht. Den Erfolg aber einzig und allein dem Zufall zu überlassen, wäre keine Spekulation, sondern Glücksspiel. Eigentlich ist jedes Planen als spekulativ zu bezeichnen, weil es auf bestimmten Annahmen beruht, und jeder Vertragsabschluß kann in gewisser Beziehung als Versuch angesehen werden, das spekulative Moment einzuengen ¹⁾. Da somit ein weiter Bereich des Lebens, insbesondere des wirtschaftlichen Lebens, Spekulation darstellt, sollte man sich hüten, den Ausdruck gedankenlos zu verwenden und vorschnelle Werturteile zu fällen.

1) Ähnlich äußert sich Röpke, W., Die Lehre von der Wirtschaft, Wien 1937, S. 114.

Was über die Spekulation im allgemeinen geäußert wurde, gilt unverändert für die Spekulation mit Wertpapieren. Hierzu ist ebenfalls geistige Tätigkeit nötig. Soll wenigstens einige Aussicht auf Gewinne bestehen, müssen u.a. die Kurse genauestens beobachtet, die Gesellschaftsnachrichten verfolgt, die Verhältnisse auf dem Geld- und Kapitalmarkt sondiert und die Entwicklung der betreffenden Unternehmung, der jeweiligen Branche sowie der gesamten Volkswirtschaft registriert werden. Viele versuchen es, einige können es und wenige kommen wirklich zum Ziel. Auf die für die Spekulation erforderliche gedankliche Anstrengung weist auch die von der Börsenquotenkommission erarbeitete Begriffsbestimmung hin: "Spekulation ist diejenige geistige Tätigkeit, welche aus der Erfahrung der Vergangenheit und der Beobachtung der Gegenwart einen Schluß auf die Zukunft zieht und auf Grund eines solchen Schlusses eine wirtschaftliche Handlung vornimmt in der Absicht, durch dieselbe einen Vermögensvorteil zu erlangen" ¹⁾. Eine treffendere Definition könnte kaum gegeben werden. Wie aus der Literatur ersichtlich, hat sich seit-her niemand mehr ernstlich um eine bessere Formulierung bemüht.

Trotz Betonung dieser Voraussetzungen soll keineswegs der Eindruck entstehen, als ob jede Spekulation von vornherein positiv zu werten wäre. Aber auch der gegensätzlichen Meinung kann nicht zugestimmt werden. Als ausschlaggebend für ein objektives Urteil sind die Mittel, deren sich die Spekulation bedient, und vor allem ihre Folgen anzusehen. Dabei interessieren in erster Linie nicht die Auswirkungen für den Spekulant selbst, sondern die Konsequenzen für dessen Umwelt - bei der Wertpapierspekulation demnach die Konsequenzen für Börse, Geld- und Kapitalmarkt sowie für die Volkswirtschaft insgesamt.

1) Zitiert nach Bachmann, H., Die Effektenspekulation, Zürich 1898, S. 24.

Allgemein wird auf die geistige Tätigkeit zu großes Gewicht gelegt. Abgesehen davon, daß ein erheblicher Teil aller Spekulanten nur die Funktion von Mitläufern ausübt, ist es vom Standpunkt der Praxis aus müßig, die Unterschiede zwischen Spielern und Spekulanten herauszuarbeiten. Für eine wirtschaftliche Bewertung entscheiden allein die Ergebnisse und die Methoden. Hierin differieren die beiden keineswegs. Im übrigen ist Geschwindt zu widersprechen, wenn er zur Abgrenzung von einem Börsenspieler neben der Urteilsfähigkeit auf die besondere Kapitalkraft des Spekulanten hinweist ¹⁾. Ebenso sieht Bachmann irrtümlich das Unterscheidungsmerkmal in den Absichten ²⁾. Spieler und Spekulant wollen doch beide ausschließlich Gewinne erzielen.

b) Die Aufgaben der Spekulation an den Effektenbörsen

Würden die Spekulanten an den Wertpapierbörsen befragt, welche volkswirtschaftlichen Obliegenheiten sie nach ihrer eigenen Ansicht zu erfüllen haben, wären sie wahrscheinlich höchst erstaunt. Nur wenige von ihnen könnten eine zutreffende Antwort geben. Würde die Fragestellung aber lauten: "aus welchem Grunde spekulieren Sie eigentlich?", wären die Aussagen ziemlich übereinstimmend. Die Leute beteiligen sich am Börsenhandel, weil sie verdienen wollen. Kursveränderungen, welche sich laufend ergeben und die unter Umständen sogar bewußt zu beeinflussen sind, reizen zu dem Versuch, daraus Nutzen zu ziehen. Man möchte Gewinne machen und seine Einkommensverhältnisse verbessern. Nebenbei ist damit ein gewisser Nervenkitzel verbunden, für den die Mindesteinsätze zwar höher sind als bei den üblichen Möglichkeiten (Toto, Lotto, Lotterie etc.), bei dem die Chancen - wenigstens was die Rückgewinnung der geleisteten Einzahlung betrifft - in aller Regel dennoch gün-

1) A.a.O., S. 43.

2) A.a.O., S. 27.

stiger liegen. Um die Belange der Volkswirtschaft kümmern sich die Spekulanten prinzipiell nicht. Das von ihnen zu verlangen, ginge zu weit. Sofern den Spekulanten nicht Auswüchse nachzuweisen sind, ist bei dem herrschenden Wirtschaftssystem ihre Einstellung nicht zu verdammen. Ohne Schwierigkeit läßt sich nämlich die Berechtigung der Spekulation aus dem Grundgedanken der Marktwirtschaft ableiten.

Obwohl die Börsenspekulation egoistische Ziele verfolgt, ist nicht zu bezweifeln, daß ihr wichtige Aufgaben zukommen. Oft hängt der Handel an den Effektenmärkten fast ausschließlich vom Zufall ab, mit all den nachteiligen Folgen für die Gestaltung der Kurse. Bei den derzeitigen Verhältnissen scheint diese Behauptung nicht recht glaubhaft, aber noch vor ein paar Jahren war es bittere Wahrheit. Wie war es denn etwa zwischen Herbst 1955 und Herbst 1956 ? Damals gingen die Umsätze so stark zurück, daß an manchen Tagen Verkaufaufträge von wenigen tausend DM die Notierungen beachtlich fallen ließen. In jener Zeit vermißte man es schmerzlich, daß keine starke Spekulation die Stagnation überwinden und das Geschäft beleben half. Durch die Beteiligung am Börsenhandel sorgt die Spekulation dafür, daß der Markt sich ausweitet, die Umsätze steigen und die Kursbildung nicht nur dem Zufall unterliegt. Das ist wohl die bedeutsamste Folge, die der Spekulation zugemessen wird, und allein deshalb sollte man sie grundsätzlich anerkennen. Machlup betont: "Die Effektspekulation schafft ein Reservoir zum Ausgleich zwischen dem jeweiligen Angebot und der jeweiligen Nachfrage unter Vermeidung empfindlicher, vom Zufall abhängiger Kursschwankungen" ¹⁾. Prion bezeichnet die Spekulation als "Instrument der Preisbildung" ²⁾.

Außerdem führt man auf die Spekulation wichtige Erkennt-

1) Vgl. Machlup, F., Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931, S. 26.

2) A.a.O., S. VII.

nisse für die richtige Bewertung der Wertpapiere zurück. Die am Handel Beteiligten überlegen ständig, wie sich die künftige Entwicklung derjenigen Gesellschaften, deren Papiere an der Börse zugelassen sind, voraussichtlich darstellen wird und welche Einflüsse zu berücksichtigen sind. Es bedarf keiner besonderen Begründung, daß Kurse, die sich als Extrakt vieler fachmännischer Urteile bilden, zutreffender sind als solche, die aus wenigen Kauf- und Verkauforders sowie zufälligen Einflüssen entstehen ¹⁾.

Ob die Spekulation in der Praxis tatsächlich immer den angedeuteten Vorstellungen entspricht, steht auf einem anderen Blatt. Dies zu entscheiden, ist schon im einzelnen Falle, noch mehr jedoch generell sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich. Dazu müßte vor allem laufend ermittelt werden, in welchem Maße die Spekulation am Umsatz beteiligt ist. Wie sollte aber die Differenzierung in Spekulanten und Anlagepublikum erfolgen? Die äußeren Vorgänge sind beidemale dieselben und die Motive sind unbekannt. Gibt es überhaupt ein allgemeingültiges Unterscheidungsmerkmal? - Bei Kassageschäften läßt sich nur gelegentlich eine befriedigende Antwort erzielen, und zwar dadurch, daß man die Personen der Käufer und Verkäufer einer näheren Betrachtung unterzieht. Fast pauschale Aussagen erlaubt dagegen der Terminmarkt, denn dem Zeithandel sind ganz bestimmte Beweggründe zu unterstellen.

c) Die Spekulanten

Ziel jeder Spekulation ist ein möglichst hoher Gewinn. Da-

- 1) Vgl. dazu Nell-Breuning, O., von, Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg 1928, S. 175: "Im großen und ganzen wird es zutreffend sein, daß derjenige, der die Marktentwicklung richtig vorausberechnet und beurteilt, nicht nur mit Erfolg für seine eigene Tasche spekuliert, sondern zu einer objektiv günstigen Marktentwicklung mit beiträgt, während umgekehrt derjenige, der sich in der Vorausberechnung der Marktentwicklung täuscht, nicht nur Verluste für seine eigene Tasche erleidet, sondern auch den Markt durcheinanderbringt".

her ist ein ausgeprägter Erwerbstrieb die wichtigste und zentrale Eigenschaft des Spekulanten. Jedoch ist dieser nicht lediglich ein kühler Rechner, obwohl er eine gehörige Portion Unabhängigkeit und Realismus benötigt, sondern hat viele Merkmale eines Glücksspielers. Stets ist er unternehmungslustig und aufgeschlossen für Informationen, aber auch für Gerüchte. Gute Tips behält er für sich, Mitbewerber versucht er gern in seinem Interesse zu beeinflussen. Hierbei nimmt er es mit der Objektivität nicht immer peinlich genau, wie er überhaupt in der Ausnützung der sich bietenden Chancen manchmal etwas skrupellos erscheint. Sein Egoismus ist stark ausgebildet. An seinen Erfolg, trete er früher oder später ein, glaubt er felsenfest; insoweit ist er Optimist. Der Optimismus braucht sich nicht auf eine günstige Entwicklung der wirtschaftlichen Lage und eine Aufwärtsbewegung der Kurse zu erstrecken. So sind etwa die Baissiers bezüglich ihrer Operationen zwar Optimisten, dagegen Pessimisten hinsichtlich der Börsentendenz. Im übrigen ist der Spekulant oft relativ leichtlebig; "leben und leben lassen" ist normalerweise die Parole der Börsianer.

Nicht alle Spekulanten entsprechen diesem Bild. Bei jedem sind die Akzente verschoben, insbesondere bestehen wesentliche Unterschiede zwischen Berufs- und Publikumsspekulanten. Doch alle haben sie viel gemeinsam. Die Wirksamkeit ihrer Unternehmungen hängt nicht zuletzt von ihren Anlagen ab. Je mehr auf eingehender Kenntnis der Materie beruhendes klares Denken und Rechnen die Liebe zum Glücksspiel übertrifft, desto vorteilhafter wirkt sich das auf die Dauer aus. Ausschlaggebend ist zum großen Teil aber auch für den Spekulanten dessen finanzielle Potenz. Eine größere Geldsumme schafft Unabhängigkeit, ermöglicht mehrere Engagements zu gleicher Zeit sowie ein Durchhalten bis zum Ende und gewährleistet in aller Regel den besseren Erfolg. Nicht von ungefähr sind die Börsenengagements der Großbanken und Großspekulanten fast durchwegs einträglich. Die Gewinne der Großen an der Börse werden erfahrungsgemäß

durch die Verluste der Kleinen finanziert ¹⁾.

Großspekulationen, die Effektenpakete zum Gegenstand haben, sind wenigen Auserwählten mit entsprechender Kapitalkraft vorbehalten. Die Masse aller Engagements beschränkt sich auf kleinere und mittlere Beträge. Von sich aus und allein ist der durchschnittliche Spekulant normalerweise nicht in der Lage, die Kurse merklich zu beeinflussen; zufällig gleichgerichtete Abschlüsse vieler Einzelpersonen können dies aber sehr wohl. Ob von selbständiger oder von Mitläufer-Spekulation zu sprechen ist, ergibt sich allerdings nicht aus der Größe, sondern aus dem Verhalten. Während Banken und Kulisse in der Regel nach eigenen Überlegungen und Entschlüssen handeln, läßt sich der überwiegende Teil des Publikums führen. Er richtet sich nach aufgenommenen Tips und versucht, den Plänen von Großspekulant auf die Spur zu kommen. Gerade letzteres ist nicht ungefährlich, denn mehr als vage Anzeichen lassen sich dafür meist kaum feststellen. Vor allem ist den Mitläufern nicht bekannt, zu welchem Zeitpunkt das große Vorbild seine Käufe oder Verkäufe beendet ²⁾.

2. Das Termingeschäft als vollkommenstes Mittel für die Wertpapierspekulation

Etwa im Jahre 1929 war die Börse ohne Termingeschäft praktisch unvorstellbar. Wäre den Bank- und Börsenleuten damals ein Verbot des Zeithandels nahegelegt worden, hätten sie wahrscheinlich die schlimmsten Bedenken geäußert. Si-

- 1) Die gleiche Ansicht bringt Schmidt, F., in "Die Effektenbörse und ihre Geschäfte", 2. Aufl., Leipzig 1922, S. 18, zum Ausdruck, wenn er über die Berufsspekulation berichtet: "Ihre Gewinnaussichten hängen hauptsächlich von dem Vorhandensein einer lebhaften Spekulation aus den Kreisen des Publikums ab".
- 2) Wie gefährlich es ist, einem Großspekulant zu folgen, bewies u.a. die Kursentwicklung der Aktien der Erinsbergbau AG. im Jahre 1954. Damals hatte Krages seine Hand im Spiele.

cher wäre darauf hingewiesen worden, daß eine Spekulation auf die Dauer ohne Terminbörse nicht existieren könne. Dieselben Persönlichkeiten entschlossen sich zwei Jahre später dennoch ziemlich rasch zu einer solchen Maßnahme, bedachten dabei das Schicksal von Börse und Spekulation aber ebenfalls. Seither haben die Erfahrungen gezeigt, daß zwar beachtliche Veränderungen eingetreten, Börse und Spekulation jedoch auch unter den neu geschaffenen Verhältnissen lebensfähig sind. Außergewöhnlich findet es jedenfalls niemand, daß heute einzig und allein per Kasse gekauft und verkauft werden kann.

Zieht man allerdings Vergleiche zwischen dem früheren und dem gegenwärtigen Börsengeschehen, ist eine grundlegende Wandlung zu erkennen, die weder dem Zufall noch den geänderten Zeitumständen zuzuschreiben ist, sondern innerhalb der Börse ihren Ausgang nahm. Obwohl Außenstehenden kaum ersichtlich, entspricht die Börse von 1960 in wesentlichen Punkten nicht mehr derjenigen von 1930. Wie schon Prion betont, hat die Beschränkung auf den Kassamarkt in der Tat in einschneidender Weise, vor allem in bezug auf die Spekulation, die Situation geändert ¹⁾. Den Ursachen dafür, insbesondere dem Zusammenhang zwischen Termingeschäft und Spekulation, ist nachzugehen.

a) Die Spekulation ohne Termingeschäft

Daß die Effektenspekulation seit einigen Jahren sehr lebhaft ist, wird niemand bestreiten, der sich für die Börsenentwicklung interessiert. Ebenso steht fest, daß ein erheblicher Prozentsatz aller Börsengeschäfte auf Krediten basiert. Wer einmal Einblick in die internen Unterlagen einer Bank über den Umfang der Beleihung von Effektepots und den Anteil der Wertpapiere an den Kreditsicherheiten genommen hat, kann sich davon ein ungefähres Bild

1) Vgl. Prion, W., Ist die Börse reformbedürftig?, Berlin 1932, S. 6.

machen. Viele Kunden spekulieren gern auf Kredit, und den Banken ist das in normalen Zeiten recht und billig. Die durch Effektenlombards gesicherten Ausleihungen werden als liquide Anlagen betrachtet, bringen Zinsen und - was zum Teil noch wichtiger ist - bilden eine der wesentlichen Voraussetzungen für die Einnahme von Provisionen und Gebühren im Kommissionsgeschäft ¹⁾.

Wie einfach sich das Publikum die Spekulation auf Kredit manchmal vorstellt, wie unkompliziert sie im Grunde aber auch ist, soll ein Vorschlag demonstrieren, der dem Verfasser vor wenigen Jahren an einem Bankschalter unterbreitet wurde: Ein Kunde mit einem Depot im Werte von etwa DM 20.000.--, der von einer 60%igen Beleihung (die ungefähr den Tatsachen entspricht) gekört hatte, rechnete vor, daß ihm die Bank sukzessive etwa DM 30.000.-- Kredit geben könne und dennoch jeweils zu 60 % gedeckt sei. Sofort, meinte er, solle man ihm zum Kauf von Papieren auf sein Depot DM 12.000.-- geben, auf die neu angeschafften Werte weitere DM 7.200.-- und so fort, bis schließlich, entsprechend einer geometrischen Reihe, DM 30.000.-- Kredit und 50.000.-- Depotwert erreicht seien. Besonders originell war dieses Ansinnen nicht, aber immerhin bezeichnend. Damals mußte der Antrag hauptsächlich nur deshalb abgelehnt werden, weil er zufällig in eine Zeit der Kreditrestriktion fiel. Die überwiegende Zahl der Spekulanten denkt nicht ganz so konsequent, jedoch in ähnlichen Bahnen.

- 1) Es ist durchaus verständlich, wenn die Banken den Einfluß ihrer Kredite auf die Kursentwicklung zu bagatelisieren versuchen. Der Gegenbeweis gelingt ihnen nicht, auch wenn es stimmen sollte, daß ihre Effektenkredite 1 % der Wertpapierumsätze nicht übersteigen (Zahlenangabe aus Süddeutsche Zeitung Nr. 168 v. 14.7. 1960). Einmal sind nämlich die gesamten Wertpapierumsätze entschieden höher als die Börsenumsätze, so daß sich der auf die richtige Bezugsgröße abgestellte Prozentsatz ändert. Außerdem ist die Umschlagshäufigkeit zu berücksichtigen, die gerade bei Kreditengagements besonders hoch anzusetzen ist. Schließlich wird von den Banken nicht angegeben, wie eng oder weit der Ausdruck "Effektenkredit" interpretiert werden muß.

Damit wurde bereits die zentrale Problematik der Börsenspekulation im allgemeinen und der Spekulation unter Ausschluß des Termingeschäftes im besonderen angedeutet. Die Effektenlombards werden fast ausschließlich, wenigstens für den durchschnittlichen Bankkunden, sehr kurzfristig gegeben, in der Regel mit täglicher Kündigungsmöglichkeit. Bei ruhiger Entwicklung des Geld- und Kapitalmarktes ist diese wenig sichere Basis dennoch ungefährlich, weil keine Bank ihre Kredite zurückzufordern beabsichtigt, sondern automatisch prolongiert. Erscheinen aber den verantwortlichen Stellen die wirtschaftlichen Verhältnisse korrekturbedürftig und werden monetäre Gegenmaßnahmen ergriffen, kann sich die Lage über Nacht ändern. In größerem Umfange zeigten sich die Auswirkungen auf die Börse zuletzt im Herbst 1955; das währungspolitische Instrumentarium der Notenbank erwies sich seinerzeit einmal mehr als überaus durchschlagend und verwandelte ein Börsenhoch in ein anhaltendes Tief. Wann die Börse erneut von Restriktionen ähnlichen Ausmaßes und ähnlicher Folgen in Mitleidenschaft gezogen wird, bleibt abzuwarten ¹⁾.

Es ist der große Nachteil einer Spekulation per Kasse, daß sie derartige Einflüsse von außen meist deutlich und unvermittelt zu spüren bekommt. Wie soll sich ein Hausier verhalten, der per Kasse einen Posten erworben hat in der Hoffnung, diesen später mit Gewinn abzustoßen, wenn ihm von seiten seiner Bank die finanzielle Basis entzogen wird? Er hat keine andere Möglichkeit, als sofort zu verkaufen, selbst auf die Gefahr, die ohnehin schon ins Wanken geratenen Kurse noch mehr zu schwächen. Eine Spekulation, die im positiven Sinne sich zu entwickeln imstande wäre, ist deshalb auf der alleinigen Grundlage von Bankkredit nicht gut möglich. Obgleich aus gesamtwirt-

1) Wenn die im Frühjahr 1960 ergriffenen kreditpolitischen Maßnahmen nur den Rentenmarkt, nicht aber die Aktienbörsen trafen, lag die Ursache in den besonderen Verhältnissen: allgemeine Geldfülle, ungewöhnliche Liquidität der Banken, Materialknappheit etc.

schaftlichen Rücksichten eine sofortige, in die Breite gehende Wirkung der Kreditpolitik erwünscht ist, wird die Spekulation als Trägerin des Börsengeschäftes manchmal überaus hart getroffen. Nicht immer verläuft nämlich die Börsentendenz parallel zur Konjunktur, weshalb gelegentlich eine differenzierte Behandlung - trotz aller entgegenstehenden Schwierigkeiten - angebracht wird. Erst die Verbindung von Börsenumsätzen mit Kreditgeschäften führt also zu Komplikationen.

Im Zusammenhang mit den quantitativen Änderungen des Angebotes an Krediten sind die Schwankungen der Lendahöhe zu erwähnen, welche noch häufiger eintreten als mengenmäßige Restriktionen. Da die Konditionen für Bankkredite an den offiziellen Diskontsatz gekoppelt sind, schafft jede Variation der Bankrate eine neue Lage. Kreditkosten entstehen in jedem Falle, weshalb die Spekulation per Kasse sehr zinsempfindlich ist. Doch auch bei Abschlüssen, die mit eigenem Guthaben finanziert werden, sind die marktüblichen Zinsen einzurechnen ¹⁾. Immer erfordert die Kassetransaktion erhebliche eigene oder fremde Mittel, und Voraussetzung aller Geschäfte ist, daß die Partner selbst über die zur Sicherung der Kredite nötigen Werte verfügen.

b) Die Spekulation mit Hilfe des Termingeschäftes

Welche Vorteile für die Spekulation bietet demgegenüber das Termingeschäft? Ist hier die Abhängigkeit von kurzfristigen Änderungen der Verhältnisse auf dem Kreditmarkt ebenso stark zu verspüren wie im Kassahandel oder ist die Terminalspekulation gegen derartige Einflüsse unempfindlich?

- 1) Ein oberflächlicher Betrachter könnte aus der hausseartigen Börsenentwicklung der letzten Jahre den Schluß ziehen, daß den Zinskosten derzeit kaum mehr eine große Bedeutung beizumessen sei. Es ist aber zweckmäßiger, die gegenwärtige Börsenlage als unnormal anzusehen, als eine objektive und erwiesene Feststellung generell anzuzweifeln.

Die Antwort entscheidet gleichzeitig, ob und gegebenenfalls warum die Börsianer eine Vorliebe für das Zeitgeschäft haben. Für die weiteren Ausführungen und das Verständnis grundsätzlicher Tatsachen wird das von großem Nutzen sein.

Wenn die Verbindlichkeiten eines Terminabschlusses - im Gegensatz zum Kassageschäft - erst später, d.h. am Liquidationstag auszugleichen sind, liegt darin nicht nur ein formaler Unterschied. Obwohl nämlich beide Partner zunächst weder Geld noch Stücke benötigen, nehmen sie bereits an den Kursveränderungen teil; sie spekulieren also, ohne eigene oder fremde Mittel eingesetzt zu haben ¹⁾. Das ist nur möglich, weil sich die Kontrahenten während der Laufzeit ihres Engagements gegenseitig Kredit gewähren. Wahrscheinlich sind sich beide gar nicht bewußt, daß sie Kredite geben, dennoch ist mit jedem Zeitgeschäft eine automatische Kreditierung verbunden. Deshalb ist die Terminspekulation von vornherein von der eigenen Kapitalbasis und vor allem von außenstehenden Kreditgebern weitgehend unabhängig. Sie ist bedeutend freier und entwicklungsfähiger als die Spekulation per Kasse. Kreditbedarf größeren Umfanges hat nur derjenige, der sein Engagement nicht durch ein Gegengeschäft abgedeckt hat und somit schließlich effektiv abnehmen oder liefern bzw. prolongieren muß. Kreditnachfrage, meist das Zeichen einer nicht geglückten Spekulation, tritt fast stets erst gegen Ende der Liquidationsperiode auf.

Hinzu kommt die Möglichkeit, die Kontrakte jederzeit aufzulösen, und zwar nicht durch fristgerechte Kündigung oder ähnliche Formalitäten, sondern einfach dadurch, daß ein anderer in den Abschluß eintritt. Bekanntlich interessieren sich die Spekulanten weniger für effektive Lieferungen als für das Ausnützen der Kursveränderungen. Da nur

1) Die von Liquidationskassen und Banken geforderten Einschüsse stehen dieser prinzipiellen Aussage nicht entgegen und werden deshalb vernachlässigt.

die Objekte, nicht aber die Personen, relevant sind, findet sich normalerweise immer ein Weg, aus einem Engagement auszusteigen oder ein neues einzugehen. Das Ziel ist letzten Endes im Auge zu behalten, während die einzelnen Abschlüsse lediglich Mittel zum Zweck darstellen. Zwischen den einzelnen Partnern besteht kein engerer Kontakt, dagegen ist wichtig, daß sie ihre Verpflichtungen erfüllen, was durch die Liquidationskasse garantiert wird. Um die für die Spekulation wesentliche Beweglichkeit zu schaffen, müssen daher die einzelnen Kontrakte vertretbar sein. Nicht zuletzt unter diesem Gesichtspunkt sind die strengen und einheitlichen Vorschriften für den börsenmäßigen Effekten-terminhandel zu verstehen. Die generell geregelte Höhe der Schlüsse, das verbindlich vorgeschriebene Meldeverfahren und ganz besonders der einheitliche Liquidationstermin versachlichen die Geschäfte und machen diese unabhängig von den jeweils beteiligten Personen. Jeder Haussier und jeder Baissier kann deshalb grundsätzlich an jedem Börsentage seine Position lösen, d.h. an einen neuen Käufer oder Verkäufer übergeben.

Als weiterer Vorteil des Termingeschäftes ist der gut organisierte und rationalisierte Abrechnungsvorgang zu nennen. In der Tat ist es schon im Kassageschäft denkbar umständlich, jeden einzelnen der zustandekommenden Abschlüsse durch Zahlung und Lieferung auszugleichen; ein Blick in die Wertpapierabteilung einer großen Börsenbank genügt, um sich darüber ein Urteil zu bilden. Auch bei Inanspruchnahme des Effektengiroverkehrs verbleiben viele Arbeiten. Infolge des seit Jahren fast ununterbrochen lebhaften Wertpapiergeschäftes bewältigen die Angestellten der Kreditinstitute ihr Pensum nur durch häufige Einschaltung von Überstunden. Für den Terminhandel wäre ein individueller Ausgleich jeder einzelnen Order rundweg unmöglich, denn der damit verbundene Umfang der zahlreichen Abrechnungen würde einen übergroßen Aufwand an Personal voraussetzen. Die Beweglichkeit der Terminspekulation erfordert ein arteigenes System. Der Weg der Kompensation und der

Spitzenregulierung über die Liquidationskassen ist die günstigste Art der Durchführung.

Weil es einfach ist, ein Engagement zu beginnen und zu beenden, konzentriert sich die Spekulation nach Möglichkeit auf das Zeitgeschäft. Dort sind nicht erst, wie am Kassamarkt, in erheblichem Maße eigene oder fremde Mittel zu realisieren, sondern der Spekulant kann hoffen, mit geringem Einsatz auszukommen. Nicht immer wird allerdings bedacht, daß Spekulationen mitunter mißlingen. Auch für diesen ungünstigen Fall sind jedoch die Finanzierungsschwierigkeiten geringer als im Kassageschäft. Es ist meist leichter, nachträglich eine negative Kursdifferenz zu liquidieren als im voraus den Gesamtbetrag aufzubringen. Ohne Zweifel ist das Termingeschäft aus den genannten Gründen die für die Spekulation am besten geeignete Handelsform; es bietet ungleich mehr Bewegungsfreiheit, insbesondere für den Berufshandel. Wenn Göppert deshalb feststellt, daß die Ursachen für das Termingeschäft in Wertpapieren in den Bedürfnissen der Spekulation zu suchen seien, ist ihm vorbehaltlos zuzustimmen ¹⁾.

Die Darlegungen über die gegenseitige Kreditgewährung der Kontrahenten eines Termingeschäftes dürfen nicht zu Mißverständnissen führen. Vollkommen unabhängig von Fremdkrediten ist die Spekulation nicht, denn am Liquidationstage müssen sämtliche Abschlüsse reguliert werden. Der Letzte in der jeweiligen Kette von Verkäufern hat die Stücke zu liefern, der letzte Käufer abzunehmen und zu bezahlen. Dafür sind entweder eigene Mittel einzusetzen oder fremde aufzubringen, was zumeist in der Form des Prolongationskredites erfolgt. Hinsichtlich der zwischen zwei Abrechnungsterminen neu begonnenen und durch Gegengeschäfte beendeten Abschlüsse dagegen ist die Spekulation auf Zeit entschieden flexibler. Einflüsse, die von seiten der Kreditgeber ausgehen, kurzfristige Schwankun-

1) A.a.O., S. 34.

gen der Geldmarktlage, der Zinssätze etc. stören wenig. Inwieweit sich aus der Nachfrage nach Report- und Deportkrediten sowie aus der Festlegung von Einschußquoten dennoch ein Abhängigkeitsverhältnis zu den Banken ergibt, wird an anderer Stelle zu klären sein ¹⁾.

Jedenfalls ist offensichtlich, daß zwischen Effekterterminhandel und dem Umfang der Effektspekulation ein ursächlicher Zusammenhang besteht. Als Ergebnis wurde bereits festgehalten, daß das Termingeschäft das für die Ausführung spekulativer Absichten günstigste Mittel darstellt. Diese Aussage führt zu einer beachtenswerten Konsequenz. Wird nämlich ein Urteil über die Effektspekulation gefällt, ist gleichzeitig gegenüber dem Zeitgeschäft Stellung zu nehmen; genau genommen, geschieht es in einem Zuge, denn die Probleme sind kaum getrennt zu behandeln. Eine gründliche Untersuchung der Spekulation muß notgedrungen den Terminhandel mit einbeziehen, während eine Erörterung des Termingeschäftes eine vorherige Analyse der Spekulation bedingt. Es wäre unlogisch, das Termingeschäft zu befürworten, sich aber keine Gedanken darüber zu machen, welche Auswirkungen daraus für die Spekulation und für den Wertpapiermarkt überhaupt entstehen können.

Allerdings scheinen über die Bedeutung des Termingeschäftes für die Spekulation einige einschränkende Bemerkungen angebracht. So überragend, wie man es erwarten sollte, sind die Umsätze per Termin an den Auslandsbörsen gegenwärtig nicht. Aschinger berichtet, daß sie an der Züricher Börse nur ungefähr ein Fünftel des gesamten Geschäftsvolumens erreichen gegenüber vier Fünfteln vor dem Ersten Weltkrieg ²⁾. Für die Pariser Börse nennt Raufeisen eine etwas höhere Zahl, und zwar 40 bis 50 Prozent ³⁾.

¹⁾ Vgl. unten S. 110 f.

²⁾ Vgl. Aschinger, F., Zürich als internationaler Finanzplatz, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959, S. 254.

³⁾ A.a.O., S. 150.

Worin liegen die Ursachen? Besonders für Zürich dürfte entscheidend sein, daß, wie Hunold vermerkt, die Erfüllungsfristen im Kassahandel sehr stark ausgedehnt wurden (auf 5 Tage), womit die Kassaspekulation einen erheblichen Spielraum erhielt ¹⁾. Außerdem wirkt sich ganz allgemein die Verminderung der Großspekulation aus, worauf Prion bereits hinweist ²⁾. Die Publikumsspekulation, die meist auf nennenswertem Depotvermögen basiert, ist nicht im gleichen Maße wie die Kulisse auf die finanziellen Erleichterungen des Zeithandels angewiesen. Schließlich darf nicht vergessen werden, daß das Interesse der breiten Öffentlichkeit an der Effektenanlage, d.h. den Papieren selbst, im Steigen begriffen ist - vor allem als Folge der in vielen Ländern zu verzeichnenden schleichenden Geldentwertung. Die traditionelle Anschauung ist daher etwas zu korrigieren. Trotzdem bleiben die Vorteile des Termingeschäftes für die Spekulation unbestritten.

II. Die einzelnen Argumente für und gegen den Effekten-terminhandel sowie deren Kritik

Die Besprechung der einzelnen Argumente, die für oder gegen das Effektermingeschäft vorgebracht werden können, hat zu folgen. Auf diesem Wege ist ein Einblick in die Zusammenhänge und schließlich ein endgültiges Urteil zu gewinnen. Auch im Verlaufe der weiteren Untersuchungen wird das Termingeschäft stets unter dem Aspekt der Spekulation zu behandeln sein. Da die Einwände pro oder contra Termingeschäft häufig mit solchen für oder gegen die Spekulation gleichgesetzt werden, ist auf eine genaue Trennung zu achten. Unter anderem ist es erforderlich, die in einzelnen Publikationen geäußerten Gedanken zu sammeln, zu systematisieren, zu ergänzen und insbesondere zu kri-

1) A.a.O., S. 57.

2) A.a.O., S. 5 f.

tisieren ¹⁾. Die Kritik wiederum soll in erster Linie von den derzeitigen Verhältnissen an den deutschen Börsen ihren Ausgang nehmen. Vielleicht wäre einzuwenden, daß bei derart genau begrenzten Voraussetzungen nur relativ gültige Aussagen erzielt werden können. Aus zwei Gründen ist dennoch keine Gefahr für das Ergebnis zu befürchten. Einmal ist es gerade die Aufgabe der vorliegenden Arbeit, einen Beitrag zur gegenwärtigen Diskussion über die eventuelle Wiedereinführung des Termingeschäftes zu leisten; ganz bewußt werden daher Erkenntnisse angestrebt, die auf die aktuelle Situation anzuwenden sind. Aktualität ist andererseits kein Hindernis für Allgemeingültigkeit. Rückschlüsse, die auf die heutige Börsenlage zutreffen, können in aller Regel auch prinzipiell als richtig angesehen werden.

1. Das Termingeschäft erweitert angeblich den Markt

Erweiterung eines Marktes im Sinne der nationalökonomischen Preistheorie ist die Vergrößerung der Zahl der Anbieter und/oder Nachfrager für bestimmte Produkte bzw. die Erhöhung der angebotenen und/oder nachgefragten Mengen ²⁾. Eine Ausweitung ist auf beiden Seiten des Marktes möglich. Steigt das Angebot, während die Nachfrage konstant bleibt, so geht infolge des zunehmenden Wettbewerbs unter den Anbietern, die ihre Ware abstoßen wollen, normalerweise der Preis zurück. Nimmt umgekehrt die Nachfrage bei unverändertem Angebot zu, erhöht sich in der Regel der Preis. Vermehren sich Angebot und Nachfrage im selben Maße, treten keine Preisverschiebungen ein. Verzerrungen entstehen nur durch ungleichmäßige Entwicklungen, Änderung der Ela-

1) Erwähnenswert ist, daß sich fast die gesamte einschlägige Literatur, auch soweit sie späteren Datums ist, im wesentlichen mit den Ergebnissen der Börsenenquete von 1892 beschäftigt.

2) Vgl. u.a. Stackelberg, H., von, Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2.Aufl., Bern/Tübingen 1951, S. 163 ff.

stizität etc. Sollen die Umsätze an der Börse oder auf einem sonstigen Markte angehoben werden, ist die Erweiterung des Marktes, und zwar sowohl des Angebotes als auch der Nachfrage, unabdingbare Voraussetzung.

Nach Meinung mancher Autoren ist dem Effekterterminhandel eine derartige Wirkung zuzubilligen. Adolf Weber schreibt in Anlehnung an das Urteil der Enquetekommission wörtlich: "Durch den Terminhandel wird ohne Zweifel der Markt erheblich erweitert" ¹⁾. Ähnlich äußert sich dazu Lexis ²⁾. Damit wird behauptet, daß das Termingeschäft das Angebot von und die Nachfrage nach Effekten wesentlich steigere oder, mit anderen Worten, daß das Bestehen oder Nichtbestehen eines Zeitgeschäftes ausschlaggebend für größere oder geringere Umsätze an den Börsen sei. Zugleich wird der einfache Schluß nahegelegt, in Perioden mangelnder Geschäftstätigkeit an den Wertpapiermärkten den Terminhandel einzuführen, um das gewollte Ziel - höhere Umsätze - zu erreichen. Eine Erweiterung des Effektenmarktes ist prinzipiell immer erwünscht und zu befürworten, nicht um ihrer selbst willen, sondern wegen ihrer günstigen Folgen. Insofern wäre der Terminhandel zu bejahen.

a) Die Vorteile einer Erweiterung des Wertpapiermarktes

Es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür, daß das Termingeschäft größere Börsenumsätze ermöglicht als das Kassageschäft. Insbesondere sei nochmals darauf verwiesen, daß sich die Spekulanten zunächst ohne Geld- bzw. Stückekredit von dritter Seite engagieren können. Wenn aber der Zugang zur Börse erleichtert wird, werden automatisch die Umsätze steigen. Wie allgemein angenommen wird, führen

1) A.a.O., S. 351.

2) Vgl. Lexis, W., Das Handelswesen, Teil II: Die Effektenbörse und die innere Handelspolitik, Leipzig 1906, S. 10.

vermehrte Abschlüsse zu

- aa) einer ausgeglicheneren Kursentwicklung,
- bb) einer besser den tatsächlichen Verhältnissen entsprechenden Bewertung der Effekten.

Daß die Entwicklung des Marktes in dieser Richtung verlaufen kann, hat die Praxis schon oft gezeigt. Im übrigen läßt sich etwa wie folgt argumentieren:

Zu aa): Vergrößert sich der Kreis der Teilnehmer am Börsengeschäft, wachsen die Umsätze nicht nur absolut, sondern sie werden auch regelmäßiger, d.h. in den zum Handel zugelassenen Papieren kommen laufend und ständig Geschäfte zustande. Es bleibt nicht mehr allein dem Zufall überlassen, ob sich für einen Kauf- oder Verkaufsauftrag ein Kontrahent einstellt. Das dauernde Vorhandensein von aufnahme- und abgabefähigen Kontrahenten verhindert übergroße Kursausschläge. Da die einzelnen Käufer bzw. Verkäufer untereinander in Konkurrenz stehen, sind außerordentliche Schwankungen, die in markttechnischen Verhältnissen ihre Ursache haben, kaum möglich. Ein Spekulant, der durch eine besonders niedrig limitierte Kauforder den Kurs eines Papierses drücken möchte, kommt nicht zum Zuge, weil stets viele andere limitierte und unlimitierte Aufträge vorliegen. Analog fällt ein Verkäufer, der nur zu einem überhöhten Kurs abzugeben bereit ist, gegen seine Wettbewerber aus.

Es wird vorgegeben, die Tendenz der Kurse der Terminpapiere verlaufe ruhiger als die der Kassakurse und außerdem gehe vom Terminmarkt ein mäßigender Einfluß auf den Kassamarkt aus ¹⁾. Damit ist in der Tat ein sehr gewichtiges Moment angesprochen, das bei einer Entscheidung für oder gegen den Meithandel von erheblicher Bedeutung ist. Darüber besteht ja kein Zweifel, daß eine gleichmäßige Entwicklung der Börse, die hektische Kursausschläge vermeidet, einem Idealbild nahekommmt. Könnte sie durch den Terminhandel erreicht werden, wäre dies ein wesentlicher

1) Vgl. u.a. Lexis, W., a.a.O., S. 10.

Vorteil, durch den manche Unsicherheitsfaktoren im Wirtschaftsleben beseitigt würden.

Zu bb): Mit dem besseren Ausgleich der Kursschwankungen allein sind die positiven Wirkungen der Markterweiterung nicht erschöpfend aufgezählt. Ein umfangreicher Handel führt - dem Trend nach - zu einer richtigeren, besser der Realität entsprechenden Bewertung. Alle limitierten und unlimitierten Kauf- und Verkaufsaufträge sind doch nichts anderes als der Ausdruck der verschiedensten, an der Börse herrschenden Meinungen über die künftige Tendenz sowie über den Wert der betreffenden Papiere. Daher sollten sich eigentlich die tatsächlich zustandegekommenen Kurse immer mehr derjenigen Höhe angleichen, die sich aus der Lage der einzelnen Gesellschaften, den Kapitalmarktverhältnissen und den sonstigen sachlichen Kursbestimmungsfaktoren ableiten läßt. Absolut zutreffende Notizen müssen leider Wunschträume bleiben. In den Augen der Praktiker sind aber alle Kurse, die auf lebhaftem Geschäft basieren - und seien sie nach Ansicht kompetenter oder pseudokompetenter Stellen noch so falsch - angemessener als zufällig entstandene Preise. Den jeweiligen Verhältnissen ist jeder Kurs "angemessen" ¹⁾.

Grundsätzlich ist es erwünscht, wenn die Kurse möglichst weitgehend auf sachlichen Maßstäben und Erwägungen beruhen. Am besten wäre eine Notierung, die sich als ein Mittel aus Substanzwert und Ertragswert bildet. Bisher ist es allerdings weder der Wissenschaft noch der Praxis gelungen, eine genaue, allgemeingültige und umfassende Methode zur Ermittlung der richtigen Kurse zu geben. Ein derartiges Unterfangen wäre auch von vornherein zum Scheitern verurteilt. Die Theorie kann nur grundsätzliche Richtlinien aufstellen, die im Rahmen gewisser Ermessensgrenzen anwendbar sind.

1) Vgl. Hahn, L.A., Geld und Kredit, Frankfurt am Main 1960, S. 322, nach dessen Meinung auch die derzeitigen Kurse "echte Marktpreise" darstellen.

b) Kritik und weitere Probleme

aa) Kritik der obigen Behauptungen

Hält die These von der markterweiternden Wirkung des Effektermingeschäftes einer genaueren Untersuchung stand? Auf den ersten Blick möchte es so scheinen. Doch bei näherer Betrachtung kommen Bedenken. Als unmittelbare Ursache für die Markterweiterung wurde die lebhaftere Beteiligung am Handel mit Effekten genannt. Diese Tatsache ist es also, aus der die Umsatzzunahme resultiert. Worin liegt aber der Grund dafür, daß Börsenorders erteilt werden? Abgesehen von ausgesprochenen Anlagekäufen, nur in dem Bestreben, sich ins Effektergeschäft einzuschalten, um dabei Gewinne zu machen, einem Hobby nachzugehen etc.; mit anderen Worten: es ist der Spekulationstrieb. Die Markterweiterung ist deshalb letztlich nicht auf das Termingeschäft als solches, sondern auf größere Spekulationslust zurückzuführen ¹⁾. Insofern läßt sich bereits das erste Argument, das geprüft wurde, bestreiten. Denn die Spekulation kann sich auch auf dem Kassamarkt betätigen, weshalb mit demselben Recht die Anschauung zu vertreten wäre, daß das Kassageschäft den Markt erweitere. Den tatsächlichen oder vermeintlichen Erfolg dem Zeithandel zuzuschreiben, hieße die Beweisführung zu sehr vereinfachen.

Jedoch darf die Kritik nicht übertrieben werden. Ein Körnchen Wahrheit steckt natürlich in der angeführten Feststellung, nur ist es nicht klar genug gekennzeichnet. Es kann nicht bedenkenlos behauptet werden, daß das Termingeschäft einen größeren Markt bilde, sehr wohl aber, daß die Spekulation mit Hilfe des Termingeschäftes dies vollbringe. Und diese Version entspricht nach allen bisherigen Ausführungen den Tatsachen. Darüber braucht kein weiteres Wort verloren zu werden. Immerhin ist es wichtig, den Unterschied herauszuarbeiten, denn es liegt eine Ver-

1) Vgl. Göppert, H., a.a.O., S. 56.

wechs lung der Ursachen vor. Gleichzeitig folgt, daß die angebliche Verringerung der Kursschwankungen und die behauptete bessere Bewertung der gehandelten Papiere ebenfalls nicht dem Termingeschäft selbst, sondern der Spekulation anzurechnen sind.

Mag es paradox klingen, unter gewissen Umständen ist sogar ein marktverengender Effekt des Termingeschäftes vorstellbar, zumal in einer Periode stagnierender Börsenumsätze. Der Terminhandel verstärkt zwar die Beteiligung am Wertpapierverkehr in ganzen, spaltet andererseits aber Angebot und Nachfrage in Termin- und Kassabörse auf. Ist für beide Märkte genügendes Interesse vorhanden, bleibt die Trennung ohne negative Folgen. Verringern sich jedoch Angebot und Nachfrage erheblich, werden die Teilmärkte relativ eng. Würden dagegen alle Aufträge etwa auf den Kassahandel konzentriert, reichte die Basis für einen geregelten Geschäftsablauf vielleicht immer noch aus.

Ogleich unter anderem Vorzeichen, weil jetzt als Folge der Spekulation anzusehen, doch deshalb nicht weniger genau, bleibt die Frage der kursausgleichenden Wirkung zu prüfen. Liegt es eigentlich nicht in ihrem Wesen begründet, daß die Spekulation stets nach Veränderungen, also Kursschwankungen trachtet? Sofern nicht schon aus wirtschaftlichen Erwägungen heraus welche entstehen, versucht die Kulisse oft, durch markttechnische Manipulationen Bewegungen herbeizuführen ¹⁾. Die Börsianer streben nach Unruhe und sehen darin ihre Chancen. Nell-Breuning ist uneingeschränkt beizupflichten, wenn er feststellt: "... unleugbar aber ist, daß die Spekulation das allergrößte eigennützige Interesse hat und haben muß, daß die Preise in Bewegung seien" ²⁾. Ähnlich ist bei Prion zu lesen: "Ihr (= der Spekulation, d. Verf.) Interesse richtet sich einzig und allein auf das Steigen und Fallen der Kurse; der letzte Zweck ihres Handelns, dem sich alles andere

1) Vgl. Schmidt, F., a.a.O., S. 95.

2) A.a.O., S. 145.

unterordnet, ist die Erzielung von Kursgewinnen" ¹⁾. Dabei ist es den Spekulanten am Terminmarkt im Grunde vollkommen gleichgültig, ob sich die Kurse nach oben oder unten entwickeln, wenn auch die Hausse auf die schwerfälligere Masse eine starke Anziehungskraft ausübt. Es kommt nur jeweils darauf an, in welcher Richtung man gerade engagiert ist. Ein gewiteter Spekulant ist beweglich genug, die Seiten zu wechseln. Je größer die Ausschläge, desto günstiger sind die Voraussetzungen, während eine ruhige Börse wenig attraktiv wirkt. Die Behauptung einer kursausgleichenden Wirkung der Spekulation enthält daher in sich einen gewissen Widerspruch. Der gegenteiligen Feststellung, daß die Spekulation die Kursausschläge verschärfe, wäre im Grunde eher zuzustimmen.

Nun, es ist hinreichend bekannt, auf welche Weise eine derartige Meinung, die auf die Börsenrete zurückgeht, zustandekommt. Es wird angenommen, daß die von Spekulanten erteilten Aufträge Schwankungen, welche von anderer Seite verursacht sind, also durch Käufe und Verkäufe der Anleger, die sich aus ganz anderen Gründen am Handel beteiligen, zum Ausgleich bringen. Aber ist es nicht reiner Glücksfall, wenn die Orders der Spekulanten die Bewegungen egalisieren und nicht überkompensieren? Dazu müßte die Spekulation - per Saldo gerechnet - dauernd gegen die sonstigen Börsenteilnehmer eingestellt und dem Umfang nach etwa gleich stark sein. Gelegentlich mag das zutreffen, es ist jedoch, wie Schmidt betont, keineswegs als Regel anzusehen ²⁾. Unbewiesen ist bisher auch die von Nell-Breuning geäußerte Ansicht, daß die Terminspekulation wenigstens große Ausschläge möglicherweise verringere, dafür aber unaufhörliche, geringfügige Kräuselungen verursache ³⁾.

1) A.a.O., S. 3.

2) A.a.O., S. 91.

3) A.a.O., S. 187.

Im übrigen leuchtet ein, daß die Spekulation auf die Dauer kaum gegen den Strom einer breit angelegten Hausse oder Baisse schwimmen wird. Einige Spekulanten mögen die allgemeine Richtung vorübergehend bremsen, vielleicht aus gesunden wirtschaftlichen Überlegungen, schließlich müssen sie einschwenken, wollen sie sich nicht ruinieren. Was hätte beispielsweise in der stürmischen Aufwärtsbewegung des Sommers 1959 eine Baisse-Partei erreichen können? Sie hätte sich nutzlos verausgabt, obwohl sie des Wohlwollens von Autoritäten wie des Bundesbankpräsidenten sicher gewesen wäre.

Wollte man unterstellen, daß die Spekulation per Saldo stets gegen das Anlagepublikum operiert, bliebe immer noch zu fragen, ob und wann sich die Bewegungen, welche von der Spekulation ausgehen, und solche, die bereits im Markte sind, die Waage halten? Träfe dies zu - und manchmal mag es so sein -, wäre die Spekulation zweifellos von Nutzen. Aber wo ist die Grenze, wo beginnt die Überspekulation und fangen die Ausschläge an, wieder stärker zu werden? Die Antwort ist nicht anhand der Höhe der Notierungen zu geben. Die Entscheidung darüber ist mehr oder weniger dem Ermessen überlassen und hat deshalb nur relative Gültigkeit. Es ist gefährlich, allgemeine Behauptungen aufzustellen. Die verheerenden Folgen einer übertriebenen Spekulation, die zu einem "Schwarzen Freitag" und vielen anderen Erschütterungen geführt hat, sind nicht zu leugnen. In der Tat sind es höchst eigennützige Absichten, die an der Börse verfolgt werden, und es ist verfehlt, sie mit einem gemeinnützigen Schleier zu umgeben. Dadurch werden die wirklichen Verhältnisse nur verwischt, aber nicht verbessert. Trotzdem besteht keine Veranlassung, die Spekulation prinzipiell zu negieren. Man sollte ihr soviel wie möglich zugestehen und sie soweit wie nötig eindämmen.

Noch niemand hat den Beweis dafür erbracht, daß die Kurschwankungen in Zeiten, in denen das Wertpapierterminge-

schäft erlaubt war, geringer waren als bei ausschließlichen Kassahandel. Aber auch wenn es tatsächlich so wäre, würde dies niemandem vollständig gelingen. Alle Berechnungen, die zu diesem Zweck angestellt werden, sind mangelhaft. Werden die Kursbewegungen eines bestimmten Papiers während verschiedener Jahre (solcher mit und solcher ohne Terminhandel) miteinander verglichen, ist die zeitliche Entwicklung nicht auszuklammern. Betrachtet man dagegen die Bewegungen des Kassakurses und des Terminkurses desselben Wertpapiers in der gleichen Periode (sofern Kassa- und Termingeschäft nebeneinander bestehen), kann die gegenseitige Interdependenz nicht eliminiert werden. Der weitere Fall, daß ein Papier an zwei verschiedenen Börsen zugleich notiert wird, und zwar an der einen per Kasse und an der anderen per Termin, läßt sich nicht zu Ende rechnen, weil das Ausmaß der Arbitrage nicht zu ermitteln ist.

Nur dann ist dem Zeithandel eine gleichmäßigere Entwicklung zuzubilligen, wenn die Angebots-Nachfrage-Konstellation des Terminmarktes von vornherein als günstiger angesehen wird als die des Kassamarktes. Eine derartige Annahme ist jedoch keineswegs realistisch. Die Bewegung der Kurse auf beiden Teilmärkten der Börse hängt von so zahlreichen Einflüssen, auch Zufälligkeiten, ab, daß eine allgemeingültige Regel versagt. Der Einfluß des Termingeschäftes auf die Notierungen kann beruhigend sein, er muß es aber nicht. Aller Wahrscheinlichkeit nach ist es gerade umgekehrt, d.h. daß der Zeithandel die Ausschläge verstärkt.

Wie verhält es sich mit der zweiten Behauptung, daß der Terminhandel, oder vielmehr die Spekulation, zu einer richtigeren Bewertung der an der Börse notierten Papiere führe, also zu Kursen, die besser den objektiven Verhältnissen entsprechen ¹⁾? Auch hier gehen die Anhänger des

1) Wenn die Börsenenquete zu dieser Ansicht kam, so vor allem aufgrund der Untersuchungen des Sachverständigen Cohn, die inzwischen längst widerlegt wurden. Vgl. Bachmann, H., a.a.O., S. 43.

Zeithandels von unsicheren Voraussetzungen aus. Zunächst einmal stimmt es nur bedingt, daß eine Überlegung um so stichhaltiger und logischer sein muß, je mehr Personen sich den Kopf zerbrechen. Geistige Arbeit ist nicht ohne weiteres quantitativ, sondern in der Regel lediglich der Qualität nach zu messen. Insbesondere drängt sich aber die Frage auf, ob die Zahl derjenigen Spekulanten, die sich Gedanken über die realen Hintergründe der Kurse machen und ihre Engagements darauf abstellen, sehr groß ist.

Wäre es möglich, von den einzelnen Börsianern, vor allem den Publikumsspekulanten, zu erfahren, aus welchen Gründen sie diese oder jene Order erteilt haben, würden sich wahrscheinlich häufig primitive Antworten ergeben. Der eine hat irgendwo einen Tip erhalten, ein anderer vielleicht in der Presse eine günstige Nachricht gelesen und der Großteil der Bankkunden läßt sich eben vom zuständigen Sachbearbeiter beraten. Könnten die einzelnen Kanäle zurückverfolgt werden, käme man eventuell auf einige wenige Informationsquellen. Im Endeffekt ist es - gemessen an der Summe der Abschlüsse - nur ein relativ kleiner Kreis, von welchem Hinweise ausgehen. Diese Feststellung gilt sowohl für lebhaftes als für ruhiges Börsengeschäft. Insofern ist eine erhöhte Spekulation kein Grund für eine vermehrte Denktätigkeit. Im Gegenteil: je spekulativer der Handel wird, desto stärker schwindet die Objektivität. Prion ist derselben Ansicht ¹⁾.

Kümmert sich denn die Spekulation überhaupt wie das Anlegerpublikum um sachlich richtige Kurse? Zweck einer Spekulation ist, möglichst hohe Gewinne zu erzielen. Auf die Spanne kommt es an. Erst in zweiter Linie ist von Bedeutung, ob die Preise vernünftigen Maßstäben entsprechen. Häufig sind es die Ubervorsichtigen, die nachgrübeln und aus allzu großer Angst ihre Chancen verpassen, wenn sie sich nicht ohnehin von der Börse zurückziehen. Sehr oft

1) A.a.O., S. 245.

wird derzeit von den Verwaltungen sowie von neutralen Stellen vor der berhöhung der Kurse gewarnt. Obwohl die ominöse 1000er- oder gar 2000er-Grenze bei manchen Werten bereits überschritten ist und weder Substanz- noch Renditeüberlegungen erkennbar sind, nimmt die Spekulation nicht ab, entwickelt sich vielmehr nach eigenen Gesetzen. Es müßte schon ein großer Zufall sein, wenn als Ergebnis und Ziel solcher Bestrebungen ein objektiv begründeter Kurs zustande käme. Man überfordert die Spekulanten, wenn man ihnen derartig schwerwiegende Aufgaben zumutet.

Ludwig Bamberger, der einflußreiche Bank- und Börsenmann, hat im Jahre 1873 vor der preußischen Untersuchungskommission über das Eisenbahnkonzessionswesen folgende charakterisierende Feststellung getroffen, die an Aktualität bis heute nichts eingebüßt hat: "Machen Sie den Aktionär nicht moralischer und besser als er wirklich ist. Was ihn zum Kaufen in 9 von 10 Fällen antreibt, ist nicht der Kalkül: Was ist bezahlt, was wird verdient? sondern es sagt sich der Durchschnittssatz der Käufer - ob nun aus Weisheit oder aus Torheit - habe ich Aussicht, morgen jemand zu finden, der mir 5 % oder 10 % mehr gibt? Das ist die ganze Frage, so arbeitet das menschliche Herz des Aktionärs. Sie können dem börsenlustigen Manne, und nicht bloß dem Kaufmanne, sondern dem Portier Aktien bringen, auf denen geschrieben steht: Es ist nicht 100 Taler dafür bezahlt, es ist bloß ein Bund Stroh dafür gegeben - aber Sie machen ihm Hoffnung, morgen werden sie 110 stehen, so nimmt er sie; und andererseits bringen Sie ihm welche, deren eingezahlter Wert 150 ist, aber morgen werden sie wahrscheinlich 149 stehen, so nimmt er sie nicht" ¹⁾. Diese Äußerung gibt zu denken.

Wenn die berufsmäßige Spekulation, auf lange Sicht gesehen, per Saldo an der Börse verdient - was normalerweise angenommen wird, aber auch durchaus wahrscheinlich ist -

1) Zitiert bei Ehrenberg, R., Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883, S. 216.

so nur auf Kosten des Publikums ¹⁾. Gewinne sind jedoch lediglich dann möglich, wenn die Berufsspekulation mit ihren Operationen denen der privaten Spekulanten voraus ist, also kauft, bevor die jeweiligen Auftriebsmomente außerhalb der Börse bekannt sind, und verkauft, ehe sich die Baissestimmung ausbreitet ²⁾. Wie wollte man bei einer solchen Sachlage als Resultat oder gar als Absicht der Spekulation eine objektive Kursgestaltung annehmen? Die Einstellung der Börsianer ist egoistisch und berücksichtigt Auswirkungen, die für Dritte auftreten können, grundsätzlich nicht.

Übrigens, wenn von einer sachlichen und realistischen Kursbildung die Rede ist, sollte Klarheit herrschen, daß dazu als Voraussetzung ein erhebliches Maß an wirtschaftlichen Kenntnissen bei den am Handel Beteiligten erforderlich ist. In der Praxis erlebt man aber in dieser Hinsicht ziemliche Enttäuschungen. Insbesondere im Publikum sind kaum sehr allgemeine Vorstellungen vorhanden. Die Fähigkeit, Bilanzen zu lesen und zu kritisieren, ist beispielsweise nicht gerade häufig zu finden. Über das Problem der stillen Reserven bestehen bestenfalls verschwommene Anschauungen, von der Einsicht in spezielle Branchenkonjunkturen und die wichtigsten volkswirtschaftlichen Zusammenhänge ganz zu schweigen. Dagegen ist die Aufgeschlossenheit für politische Nachrichten und Börsengerüchte oft um so größer. Vor allem die starke Reaktion auf politische Ereignisse läßt sich nicht immer mit Objektivität vereinbaren.

Frühere Untersuchungen haben im Gegenteil ergeben, daß die Terminkurse weit weniger mit dem inneren Wert der Papiere übereinstimmen als die Kassapreise. Hierbei ist auf Bachmann zu verweisen, der in den Jahren von 1892 bis 1896, also in einer Blütezeit des Terminhandels, ver-

1) Vgl. u.a. Schmidt, F., a.a.O., S. 18.

2) "Börse" hier im Sinne von "zum Börsenbesuch und -handel zugelassene Personen".

schiedene vergleichbare Aktien einer genauen Betrachtung unterzogen hat ¹⁾. Prion kommt drei Jahrzehnte später zum selben Ergebnis ²⁾. Die Aussagen der beiden genannten Autoren sind eindeutig, obwohl man über die von ihnen vorgeschlagene Berechnungsbasis - Durchschnittskurswert verschiedener Jahre bzw. von der gezahlten Dividende ausgehender kapitalisierter Ertrag - diskutieren könnte. Wie groß die Abweichungen von einer als vertretbar angesehenen Kurshöhe sein können, die durch die Spekulation hervorgerufen werden, zeigt auch die Gegenwart.

Schließlich ist die Frage zu behandeln, ob der Terminhandel generell höhere Kurse verursacht, wie angenommen werden könnte. Entspräche diese Ansicht den Tatsachen, würden die meisten Gesellschaften, sofern sie auf steigende Kurse ihrer Aktien bedacht sind (um etwa bei bevorstehenden Kapitalerhöhungen ein größeres Agio zu erzielen), Antrag auf Zulassung ihrer Papiere zum Terminhandel stellen. Mit dem Termingeschäft als solchem ein höheres Kursniveau zu begründen, trifft aber nicht den Kern des Problems. Richtiger wäre es, wiederum mit der Ausweitung der Spekulation zu argumentieren, die bekanntlich am Terminmarkt ungleich mehr Möglichkeiten hat als am Kassamarkt.

Es ist nicht zu leugnen, daß die Spekulation häufig die Ursache für steigende Kurse darstellt. Die Spekulation kann sich aber in gleicher Weise auf dem Kassamarkt auswirken. Göppert sagt sehr treffend: " Es darf... als fester Erfahrungssatz hingestellt werden, daß, wenn das spekulative Interesse einem Wertpapier nicht anhaftet, auch die Zulassung zum Börsenterminhandel es nicht zu wecken vermag, und daß, wenn das spekulative Interesse in einem Papier steckt, die Versagung der Zulassung die Spekulation nie hindern wird, sich mit dem Papier zu beschäftigen" ³⁾. Es ist Vorsicht geboten, bei Vergleichen

1) A.a.O., S. 8 f.

2) A.a.O., S. 216 f.

3) A.a.O., S. 56.

der Kurse von Papieren derselben Branche ins Auge fallende höhere Notierungen bei Termineffekten stets auf den Einfluß der Spekulation zurückzuführen. Auch wenn die Emittenten dem nämlichen Wirtschaftszweig angehören, ist die Qualität der am Termin- bzw. Kassamarkt gehandelten Werte nicht identisch. Schon allein bedingt durch § 50 des Börsengesetzes werden ausschließlich Effekten bedeutenderer Gesellschaften per Termin notiert, also Effekten, die zum Teil von vornherein einer etwas anderen Bewertung unterliegen.

bb) Der Einfluß der Spekulation auf die Tendenz

Die vorausgegangene Feststellung, daß die Spekulation, und damit der Terminhandel, nur begrenzte positive Auswirkungen in bezug auf geringere Kursschwankungen und bessere Bewertung der Effekten hat, ist zu ergänzen. Es bleibt zu prüfen, inwieweit die Spekulation selbst einen Einfluß auf die Kursgestaltung ausübt, d.h. in welchem Maße die zahlreichen Schwankungen der Preise durch die Spekulation verursacht werden. Gelegentlich läßt sich die Ansicht vernehmen, daß die Spekulation die Börsentendenz und diese die Kurse bestimme ¹⁾. Adolf Weber ist zwar anderer Meinung, gibt allerdings keine eingehende Begründung ²⁾.

Mindner versteht unter Börsentendenz die "Kurs- und Umsatzentwicklung im Wertpapiergeschäft, nicht nur während der Börse, sondern auch vorbörslich und nachbörslich" ³⁾. Gekennzeichnet wird sie durch allgemein übliche Kurzausdrücke wie fest, nachgebend, haussierend etc. und Symbole wie g (= Geld), p (= Papier), b (= bezahlt) usw., die neben den betreffenden Kursen vermerkt werden. Die Tendenz

1) Sinngemäß kommt diese Meinung zum Ausdruck bei Prion, W., a.a.O., S. 249.

2) A.a.O., S. 293.

3) Vgl. Mindner, R., Das kleine Börsenlexikon 1957, Düsseldorf 1957, S. 341.

charakterisiert die jeweils an der Börse herrschende Situation und kann sich täglich, stündlich oder in noch kürzeren Abständen ändern. Es gibt eine Tendenz, d.h. Angebots-Nachfrage-Konstellation, für ein bestimmtes Papier, für einen Teilmarkt (z.B. den Markt der Montanpapiere) und für die Gesamtheit der gehandelten Effekten. Während sich etwa auf einzelnen Teilmärkten und bei einzelnen Werten nur geringes Interesse zeigt, ist es ohne weiteres möglich, daß die allgemeine Tendenz fest bleibt. In der Gesamtrendenz kommen eben die Überwiegenden Momente zum Ausdruck.

Der zeitliche Verlauf der Börsenkurse könnte ähnlich wie die von der Konjunkturtheorie gezeichnete Entwicklung der Volkswirtschaft gesehen werden. Die Grundrichtung ist bis zu einem gewissen Grade mit der konjunkturellen Bewegung der Wirtschaft vergleichbar; gelegentlich hinkt sie hinterher, manchmal eilt sie voraus, weshalb die Börse hin und wieder überschwänglich als bestes Wirtschaftsbarometer bezeichnet wird ¹⁾. Aufgesetzt auf dieser Basis hat man sich als kleinere Wellen mit geringerer Amplitude die Börsentendenz zu denken. Allerdings ist die Vorstellung von "kleinen Wellen" vielleicht etwas irreführend. Die Kursausschläge, die durch den Wechsel der Tendenz hervorgerufen werden, können erheblich sein und den Charakter der Grundwelle wesentlich verstärken, aber auch abschwächen. Berechnungen über das Ausmaß des Einflusses der Tendenz anzustellen, dürfte schwierig sein, mit Hilfe von Konjunktur-Indexzahlen den Versuch zu wagen, wäre jedoch eine interessante statistische Aufgabe.

Ist die Tendenz der Ausdruck für die Marktlage, wird sie von den Marktpartnern bestimmt. Je mehr Papiere nachgefragt werden, desto eher neigt sich die Stimmung zu einer Hausse, je stärker das Angebot drängt, desto gedrückter oder baissierender ist die Entwicklung. Es erfordert keine besondere Logik zu folgern, daß der Einfluß der Speku-

1) Vgl. etwa Schmoller, G., a.a.O., S. 32.

lation auf die Tendenz mit der Zahl und dem Umfang der spekulativen Engagements steigt. Er überwiegt, wo die spekulativen Hausse- oder Baissepositionen die Kauf- und Verkauforders aus Anlegerkreisen in den Hintergrund treten lassen.

Wenn daher, wie auf dem Terminmarkt, fast ausschließlich Spekulanten tätig sind, ist die Börsentendenz der Ausfluß spekulativer Überlegungen und Operationen ¹⁾. Auch auf lange Sicht gesehen, ist daraus zu schließen, daß sich ständig Abweichungen von den nach objektiven Gesichtspunkten für zutreffend gehaltenen Kursen, die im übrigen nur schwer zu bestimmen sind und immer mehr oder weniger subjektiv "richtige" Kurse sein werden, ergeben können, ja entsprechend der Grundeinstellung und dem Wesen der Spekulation ergeben müssen. Wie weit der Einfluß der Spekulation auf die Tendenz des Kassamarktes geht, läßt sich nicht generell beurteilen und hängt von dem Ausmaß der Spekulation per Kasse bzw., wenn daneben ein Zeithandel betrieben wird, vom Grad der Interdependenz zwischen Kassa- und Termingeschäft ab. Gegenwärtig, wo das Termingeschäft noch nicht wieder möglich ist und sich alle Umsätze per Kasse vollziehen, dürfte er ziemlich hoch zu veranschlagen sein.

Nicht nur über Zahl und Höhe der Börsenaufträge wirkt die Spekulation auf die Tendenz. Ein bedeutsames Mittel ist das Verbreiten von wirtschaftlichen und politischen Nachrichten positiver und negativer Art sowie von Gerüchten ²⁾. Die Hauptakteure sind in der Regel zu abgebrüht, um sich von Konkurrenten steuern oder stören zu lassen. Aber neben ihnen versuchen viele Mitläufer ihr Glück, die gerne im Schatten anderer segeln und für Informationen aufgeschlossen sind. Da diese meist nicht die finanzielle

1) Das Überwiegen spekulativer Geschäfte am Terminmarkt betont auch Sommerfeld, H., a.a.O., S. 18.

2) Selbst Strafbestimmungen, wie u.a. in § 22 der Börsenordnung der Bayerischen Börse in München vorgesehen, werden das Verbreiten von Gerüchten nie verhindern.

Kraft haben, selbständig größere Operationen durchzuführen, sind sie bestrebt, sich bei anderen anzulehnen, und für Hinweise dankbar. Den größten Erfolg haben die Gerüchtemacher beim Publikum, das über die Banken lediglich einen indirekten Zugang zur Börse hat. Nicht umsonst ist der Absatz der zahlreichen Börseninformationsblätter so gut. Es ist verblüffend, wie sehr sich die Wertpapierinteressenten auf derlei Publikationen verlassen. Aufschlußreich wäre es, die Letztverantwortlichen für alle diese Mitteilungen zu suchen. Neben Dilettanten würde man wahrscheinlich einige an der Börse einflußreiche Persönlichkeiten und Firmen ermitteln ¹⁾.

Keineswegs im gleichen Atemzuge mit den privaten Börseninformationen, doch im Zusammenhang damit, sind die Börsen- und Wirtschaftsberichte der großen Banken zu nennen. Den Banken als den maßgebenden Börsenmitgliedern stehen in Form von periodisch oder fallweise aufgelegten Veröffentlichungen weitreichende Sprachrohre zur Verfügung. Neben der direkten Ausstrahlung auf die Kunden des eigenen Institutes wird durch Abdruck in den Tageszeitungen ein noch größerer Kreis angesprochen. Ohne den Banken unlautere Absichten unterstellen zu wollen, muß zugegeben werden, daß sie auf diese Weise die Verbreitung ihrer eigenen Meinung erreichen, die - auch wenn es sich um die Feststellung und Auslegung von Tatsachen handelt - oft subjektiv gefärbt ist. Vielleicht ist es gar schon vorgekommen, daß mit Rücksicht auf eigene Engagements und Bestände absichtlich eine Nuance zu schwarz oder zu weiß gemalt wurde. Mit pessimistischer oder optimistischer Grundeinstellung ließe sich dafür jederzeit eine Begründung finden. Mißtrauische Beobachter glauben ohnehin, daß die Banken dann, wenn sie aus Konsolidierungs- oder son-

1) Aus Bankkreisen verlautet, daß z.B. hinter einem bekannten Informationsblatt ein bedeutendes Kreditinstitut stehe und die betreffende Publikation, die fast stets sehr gute Tips enthält, an Großkunden jeweils etwas früher versandt werde als an die sonstigen Bezieher.

stigen Geschäften größere Posten eines Papierees besitzen, gezielte Nachrichten verbreiten. Jedoch ist der Beweis dafür genau so schwer zu erbringen wie die Kreditinstitute die Zweifler vom Gegenteil überzeugen können ¹⁾.

cc) Über die Interdependenz zwischen Terminmarkt und Kassamarkt

Der Terminmarkt führt kein Sonderdasein. Er ist auch kein für sich allein bestehender selbständiger Markt, sondern lediglich ein Teil des organisierten Wertpapiermarktes, der Börse. Schon rein örtlich besteht ein enger Zusammenhang mit dem Kassahandel, weil beide meist im gleichen Gebäude, ja häufig im selben Raum und an derselben Maklerschranke abgewickelt werden. Die Personen der Käufer und Verkäufer sind teilweise in beiden Fällen identisch, da stets die Möglichkeit gegeben ist, sich sowohl per Kasse als per Termin zu engagieren, aus markttechnischen Gründen dazu vielleicht sogar eine Notwendigkeit vorliegt. Besonders wichtig ist, daß diejenigen Papiere, die zum Terminhandel zugelassen sind, zugleich per Kasse notiert werden. Die Kassanotierung ist die Regel, die Terminnotierung tritt bei einigen Werten nur zusätzlich in Erscheinung. Infolge all dieser Gemeinsamkeiten ist eine irgendwie geartete gegenseitige Beeinflussung der beiden Märkte zu vermuten.

Können Termin- und Kassakurs eines bestimmten Papierees voneinander abweichen? Kleinere, kurzfristige Differenzen werden immer wieder auftreten, größere, länger anhaltende Verschiedenheiten sind jedoch undenkbar. Denn ist beispielsweise die Notiz am Kassamarkt erheblich niedriger als der Terminkurs, werden viele Baissiers dazu übergehen, das Deckungsgeschäft sofort effektiv per Kasse vorzunehm-

1) Vgl. dazu die "Informationen" der Städtischen Sparkasse München vom Mai 1960, in welchen der Standpunkt der Sparkassenorganisation umrissen wird.

men, und durch ihre Nachfrage den Preis anheben. Sie kaufen allerdings nur solange per Kasse, als der Kursunterschied für sie von Interesse ist. Das trifft zu, wenn die Differenz mindestens die Zinsen bis zum Liquidationstag deckt.

Zu bemerken ist aber, daß die Baissepartei normalerweise am Kassamarkt nur kaufen kann, sofern sie über entsprechende Eigen- oder Fremdmittel verfügt, weil dort sofort reguliert werden muß. In den letzten Tagen vor dem Ultimo existiert dieses Finanzierungsproblem dagegen nicht. Auch die Abwicklung der Kassageschäfte erfordert nämlich eine gewisse Zeit, weshalb es möglich ist, den Kaufpreis für das per Kasse abgeschlossene Deckungsgeschäft mit Hilfe des von der Liquidationskasse gutgeschriebenen Verkaufserlöses aufzubringen. Besonders am Ende der Liquidationsperiode, wenn Gegengeschäfte zum gleichen Termin nicht mehr zustande kommen und Prolongationen manchmal nicht zweckmäßig erscheinen, ist die Baisse zu Käufen am Kassamarkt gezwungen. Ihre Wirkung ist dann oft nicht nur kursausgleichend, sondern -steigernd.

Übersteigt umgekehrt der Kassakurs den Terminpreis, verläuft die Entwicklung ungefähr analog. Dann werden die Termin-Haussiers versuchen, per Kasse abzustoßen. Soweit sie etwa bei der letzten Abrechnung Stücke übernehmen müßten, sind sie dazu in der Lage. Auch können sie kurz vor Ablauf der Liquidationsperiode mit ihren Lieferforderungen aufrechnen. Im übrigen werden sie aber nicht so stark in das Kassageschäft eingreifen wie die Baisse, weil ihnen während des Monats zu einer sofortigen Erfüllung die Papiere fehlen. Bei höherem Kassakurs wird daher der Terminmarkt zwar ebenfalls auf eine Nivellierung hinwirken, die praktischen Möglichkeiten sind jedoch geringer.

Der Einfluß des Terminmarktes auf das Kassageschäft stellt die eine Richtung der gegenseitigen Beziehungen dar. Selbstverständlich erhält auch der Terminmarkt Impulse.

Der Kassahandel, ob Berufshandel oder Publikum, verfolgt sehr genau die Kursbildung am Terminmarkt und ist bereit, sich dort bietende Möglichkeiten nutzbar zu machen. Dadurch entsteht ein wechselseitiges Verhältnis zwischen den beiden Teilmärkten der Börse. Es ist die Absicht der sogenannten Platzarbitrage, aus eventuellen Kursunterschieden Kapital zu schlagen, und deren Folge, daß sich die Differenzen verringern.

Nicht nur Kassa- und Terminkurs einzelner Papiere, die auf beiden Teilmärkten gehandelt werden, bestimmen einander, sondern auch die Kursniveaus ganzer Wertpapiergruppen. Wenn etwa eine lebhafte Spekulation die Terminnotierungen der Montanpapiere in die Höhe treibt, bleiben die ausschließlich per Kasse gehandelten gleichartigen Aktien davon nicht unberührt, weil der Kassamarkt seine Aufmerksamkeit ebenfalls den entsprechenden Objekten zuwenden wird. Die Vielzahl aller möglichen Abhängigkeiten führt, wie Adolf Weber betont, schließlich zu einer allgemeinen Angleichung der Entwicklung auf beiden Märkten ¹⁾. Dabei ist für das Ergebnis gleichgültig, von welcher Seite jeweils der Anstoß ausgeht. Dominierend wird stets die Bedeutung desjenigen Marktes sein, dessen Umsatzvolumen überwiegt. Weil dort die ausgedehnte und institutionell erleichterte Spekulation die Voraussetzung für eine Ausweitung des Geschäftes bildet, übt der Terminmarkt meist eine Art von Preisführerschaft aus.

Aus einer etwas oberflächlichen Betrachtung wäre zu schließen, daß das Kassageschäft durch die Aufnahme des Terminhandels weniger spekulativ und damit ruhiger wird. In der Tat ist anzunehmen, daß ein Großteil der Spekulanten zum Zeithandel überwechseln würde; die Vorteile sind dort offensichtlich. Doch die Interdependenz darf nicht

1) A.a.O., S. 339 f. Die überwiegend spekulativ bedingte Entwicklung des Terminmarktes wird somit nicht ohne Einfluß auf das Kassageschäft bleiben. Störungsmomente werden sich möglicherweise verstärkt auswirken.

unberücksichtigt bleiben. Was nützt es, wenn die Haussiers und Baissiers zwar in erster Linie ihre Terminengagements im Auge behalten, die Kassakurse aber trotzdem bestimmen. Der Kassahandel würde lediglich auf eine zweitrangige Bedeutung zurückgedrängt, aber keineswegs gleichmäßiger und sachlicher.

2. Erhöht der Terminhandel in Wertpapieren die Aufnahmefähigkeit der Börse ?

Von den Anhängern des Zeithandels wird außerdem betont, daß dieser die Aufnahmefähigkeit der Börse wesentlich erhöhe ¹⁾. Auf dem Terminmarkt sei es vermeintlich erheblich leichter, Papiere unterzubringen, als auf dem Kassamarkt, und zwar deshalb, weil mehr Käufer vorhanden seien. Adolf Weber, der dabei weitestgehend der Ansicht der Enquetekommission folgt und die seither erschienene Literatur kaum beachtet, schreibt: "... daß erst durch den Terminhandel die richtige Verteilung der Waren und Werte erfolgen kann. So nimmt zum Beispiel bald nach der Emission von neuen Aktien die Terminspekulation die große Masse der neugeschaffenen Papiere auf und hilft so mit, daß sofort Mittel des Geld- und Kapitalmarktes zur Verfügung gestellt werden, und sorgt gleichzeitig dafür, daß die Massen von neuen Wertpapieren ohne besondere Verdauungsbeschwerden nach und nach von dem anlagesuchenden Publikum aufgenommen werden" ²⁾.

Wenn von der Aufnahmefähigkeit der Börse die Rede ist, darf nicht nur an die Emission neuer Papiere gedacht werden. Sicher, die Frage des Absatzes von jungen Aktien - darum handelt es sich vor allem - ist sehr bedeutungsvoll. Die Börse muß jedoch auch eine gewisse Aufnahmekapazität für laufende und für stoßweise Abgaben besitzen;

1) Dieses Argument steht mit dem erstgenannten (Markterweiterung) in enger Verbindung.

2) A.a.O., S. 352.

sie darf nicht gleich beim geringsten Angebotsdruck in die tiefste Baisse verfallen. Die täglichen Umsätze bestimmen schließlich in erster Linie das Börsenklima - mehr als die von Zeit zu Zeit anstehenden Kapitalerhöhungen. Wird daher dem Termingeschäft eine Steigerung der Aufnahmefähigkeit für neu emittierte Papiere unterstellt, muß konsequenterweise die Auswirkung auf das laufende Geschäft ähnlich beurteilt werden.

Außerdem ist die genannte Behauptung noch in anderer Richtung zu erweitern. Man kann sie ausdehnen auf die Abgabefähigkeit der Börse, die in manchen Perioden nicht minder wichtig ist als die Aufnahmefähigkeit. Dies ergibt sich im Grunde von selbst. Hat die Spekulation nämlich Papiere gekauft, ist sie in der Lage, später welche zu verkaufen. Am Schluß des vorerwähnten Zitates ist dieser Gedanke von Adolf Weber bereits sinngemäß ausgesprochen.

a) Die Vorteile einer gesteigerten Aufnahmefähigkeit der Effektenbörsen

Nachstehend sind die Vorteile, die aus einer gesteigerten Aufnahmefähigkeit der Börse resultieren, kurz skizziert. Eine derartige Aufzählung erleichtert das Verständnis und bildet zugleich den Ausgangspunkt für die anschließende Kritik.

aa) Die Vorteile für Neuemissionen

Im Endeffekt kommt eine Verbesserung der Aufnahmefähigkeit der Börse in erster Linie den emittierenden Gesellschaften zugute. Die Firmen erhalten bessere Möglichkeiten, um bei Bedarf am freien Markte Kapital aufzunehmen. Da sich der Terminhandel ausnahmslos für Aktien interessiert, ist dies gleichbedeutend mit einer leichteren

Durchführbarkeit von Kapitalerhöhungen. Eine starke Börse bietet den Unternehmungen die finanziellen Voraussetzungen für ihre Erhaltung und Entwicklung. Doch ist die Aufnahmefähigkeit nicht nur in Nominalbeträgen junger Aktien zu messen; entscheidend ist vielmehr auch die Höhe des Kurses, zu dem die Aktien untergebracht werden. Daß das Agio bei dem heutigen Kursniveau das Mehrfache des Nennwertes erreichen kann, beweisen verschiedene Transaktionen der jüngsten Zeit ¹⁾.

Neben der unmittelbaren Auswirkung für die kapitalbedürftigen Gesellschaften zeigt sich eine nicht weniger wichtige indirekte Folge: die Bereitschaft der Banken, kurz- und langfristige Kredite zu gewähren, steigt mit zunehmender Aufnahmefähigkeit der Börse. Sind Aktien und Obligationen ohne Schwierigkeit unterzubringen, führen die Geldinstitute in vermehrtem Ausmaße neue Ausleihungen durch, wobei sie bei weitem nicht mehr dieselben strengen Anforderungen an die Bonität und Liquidität der Sicherheiten stellen wie vorher. Bei freundlicher Börse sind somit Bankkredite ebenfalls eher zu erhalten.

Daß schließlich die Banken selbst begünstigt werden, ist offensichtlich. Zunächst benutzen sie die Gelegenheit, die in Zeiten einer schwachen Börse angeschwollenen Wertpapierpolster abzubauen. Die aus Interventionsaktionen etc. stammenden, nur interimistisch aufgenommenen Effekten gelangen ins Publikum, wodurch sich das Risiko der Bank verringert und die Liquidität verbessert. Gleichzeitig wird der Weg frei, um die fälligen Umschuldungen und Konsolidierungen durchzuführen und die angespannten Bi-

1) Die Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank hat z.B. ihr Aktienkapital im Herbst 1909 um DM 30 Millionen auf DM 90 Millionen erhöht. Der Bezugskurs für die jungen Aktien von 350 % war im Vergleich zum Kurs der alten Aktien von ca. 700 % angemessen. Die Badische Anilin- und Sodafabrik sowie die Bayerische Vereinsbank nutzten die damalige Kapitalmarktlage in ähnlicher Weise aus. Bei einer derartigen Höhe des Agios drängt sich allerdings der Gedanke an eine "neue Finanzierungs-methode" auf.

lanzen zu entlasten. Soweit die Gesellschaften nicht von sich aus Neuemissionen in die Wege leiten (weil etwa die bestehenden Mehrheitsverhältnisse unverändert bleiben sollen, der Großaktionär aber nicht genügend flüssig ist), werden sie teilweise von den kreditgebenden Banken mit sanftem Zwang dazu veranlaßt.

bb) Die Vorteile für das laufende Geschäft

Für das laufende Geschäft, d.h. für die täglichen Umsätze, ist die Aufnahmefähigkeit der Börse vielleicht ausschlaggebender als für Neuemissionen. Gewiß, es ist nicht unerheblich, ob eine Gesellschaft die jungen Aktien im Kreise ihrer Altaktionäre oder bei bisher Außenstehenden vollständig placieren und die geplanten Investitionen beginnen kann. Ein gelegentlicher Mißerfolg mag für die Betroffenen sehr schmerzlich, muß aber nicht symptomatisch sein. Im übrigen lassen sich Emissionsrisiken durch Veränderung der Emissionsbedingungen weitgehend ausschalten. Mancher Versager geht in erster Linie darauf zurück, daß die gegebenen Verhältnisse verkannt und die Konditionen nicht marktgerecht gestaltet werden ¹⁾.

Werden jedoch die täglichen Abgaben nicht sofort aufgenommen, besteht die Gefahr weit größerer negativer Folgen, denn das Börsenklima bildet die Basis sowohl für die laufenden Vorgänge als auch für sämtliche einmaligen Transaktionen. Geringe kurzfristige Angebotsüberhänge sind zu überbrücken und führen meist nur vorübergehend

1) Das gilt nicht zuletzt auch für Rentenpapiere. Wieviel ist doch über die Unergiebigkeit des Geld- und Kapitalmarktes in den Jahren 1952 und 1955 geschrieben worden. Bis zwei Emittenten mit Hilfe ihrer Banken den Markt etwas besser sondierten und die Konditionen der vorgefundenen Lage anpaßten. Das Zeichnungsergebnis der 8%igen Anleihe des Freistaates Bayern von 1952, die unter Umgehung der Hausbank des bayerischen Staates aufgelegt wurde, übertraf alle Erwartungen. Noch bekannter ist der Erfolg der durch die Robert Bosch GmbH eingeleiteten Serie von 8%igen Anleihen während der Jahre 1955 und 1956.

zu einer weichenden oder stagnierenden Tendenz. Bleibt dagegen die Nachfrage ständig aus, sind in der Regel Kurseinbrüche mit all ihren Begleiterscheinungen unvermeidlich. Dauert die Baisse länger an, schwindet im Publikum das Interesse an der Börse und den Wertpapieren überhaupt. Verminderte sich lediglich der Umfang der spekulativen Engagements, würde das möglicherweise nicht besonders schwer wiegen und wäre unter Umständen sogar erwünscht. Anders zu beurteilen ist es aber, wenn sich die Sparer zeitweilig oder dauernd von den Effekten abwenden ¹⁾.

b) Kritische Betrachtung

Für die Belange des Kapitalmarktes ist der Aufnahmefähigkeit der Börse größere Bedeutung beizumessen als den Fragen einer richtigen und ruhigen Kursbildung. Zwar stehen alle diese Probleme in einem engen, untrennbaren Zusammenhang, dennoch kommt der Kapitalaufbringung selbst die primäre Stellung zu. Die Beschaffung von Finanzierungsmitteln ist und bleibt die Hauptaufgabe der Börse, während die Entwicklung der Preise in ihrer Auswirkung wohl nicht zu unterschätzen ist, trotzdem aber lediglich eine Nebenerscheinung darstellt. Es wird sich zeigen, inwieweit der Beweisführung der Börsianer zu folgen ist. Zumindest sollen unklare Vorstellungen präzisiert und ins rechte Licht gerückt werden.

1) Daß dieser Fall zeitweilig wirklich eintritt, könnte anhand der Börsenentwicklung vergangener Jahre nachgewiesen werden, obgleich entsprechende repräsentative Statistiken fehlen. Auch für den Bereich der Festverzinslichen sind die Angaben der Hypothekenbanken über ihren Pfandbriefabsatz nur beschränkt auszuwerten, weil die Differenzierung nach den verschiedenen Käuferkreisen ungenügend ist.

aa) Allgemeines

Rundweg abzulehnen ist die Ansicht nicht, daß der Terminhandel in gewisser Beziehung die Aufnahmebereitschaft der Effektenbörse erhöhe. Wenn das Termingeschäft oder vielmehr die Spekulation, die im Termingeschäft vermehrte Chancen erblickt, neue Käuferschichten anzieht, ist sogar zuzustimmen. Führt aber die Aufnahme des Zeithandels nur zu einer Verlagerung vom Kassa- auf den Terminmarkt, d.h. wenden sich bisherige Kassakäufer und -verkäufer dem Termingeschäft zu, ohne sich dort verstärkt zu engagieren, vergrößert sich die "Kapazität" der gesamten Börse in keiner Weise. Ja, die Aufnahmefähigkeit wird dadurch sinken, weil vorher am Kassamarkt die gekauften Werte immer effektiv abgenommen wurden, während am Terminmarkt die Möglichkeit besteht, durch Abschluß von Gegengeschäften den stückemäßigen Ausgleich zu umgehen.

Jedoch scheinen erhebliche Zweifel angebracht, ob das Termingeschäft (als Mittel der Spekulation) die Aufnahmefähigkeit wirklich in nennenswertem Umfange verbessert. Wenn auch jeder einzelne Terminabschluß am Liquidationstage auszugleichen ist, stellt sich das Zeitgeschäft in der wirtschaftlichen Praxis dennoch als Differenzgeschäft dar. Nur ein Bruchteil aller während eines Monats zustande gekommenen Verträge wird durch tatsächliche Lieferung beendet, der weitaus größte Prozentsatz durch Deckungsgeschäfte zum gleichen Termin und gegenseitige Aufrechnung ¹⁾. Sofern aber lediglich saldiert wird, sind die Geschäfte in diesem Zusammenhang irrelevant; sie bilden keine sich stückemäßig auswirkende Nachfrage und beeinflussen daher weder die Aufnahme- noch die Abgabefähigkeit der Börse. Von Bedeutung sind nur die Spitzen, die effektiv geliefert werden. Diese fallen gelegentlich

1) Der überwiegende Teil aller Autoren, die sich eingehend mit der Materie befassen, kommt zum gleichen Ergebnis. Vgl. u.a. Sommerfeld, H., a.a.O., S. 18.

durchaus ins Gewicht, während sie in anderen Monaten geringfügig sind. Den Ausschlag geben die Entwicklung der Kurse und die jeweilige Struktur der Spekulation.

Es erhebt sich die Frage, ob der Spekulation, vor allem der Terminspekulation, daran gelegen ist, Papiere für kürzere oder längere Zeit zu übernehmen. Für die Kassaspekulation lautet die Antwort positiv; sie kauft und übernimmt die Werte, um sie bei günstiger Kurslage wieder abzugeben. Die Taktik des Terminhandels verläuft allerdings anders. Die gesamte Abwicklung soll grundsätzlich auf dem Verrechnungswege erfolgen, und eine stockende Erfüllung ist das Zeichen für ein nicht oder noch nicht geglücktes Engagement. Wenn Papiere abgenommen werden, dann nur notgedrungen. Außerdem werden die Stücke in aller Regel sofort "in Kost" gegeben. In derartigen Fällen bedeutet der Erwerb von Effekten durch die Terminspekulation, vom Standpunkt der Banken gesehen, - soweit neu emittierte Werte dafür in Betracht kommen - nur einen Austausch des Schuldners: an die Stelle des Emittenten, dessen Buchkredit vielleicht durch die Emission abgelöst worden ist, tritt vorübergehend ein Spekulant. Zusätzliche Mittel des Geld- bzw. Kapitalmarktes, woran A. Weber denkt, sind aber keineswegs aufgebracht worden, denn die betreffende Bank bleibt Geldgeber ¹⁾.

Ein Interesse an dem Besitz der Papiere hat der Terminhandel naturgemäß nicht. Es ist deshalb eine ziemlich unruhige und unsichere Unterkunft, welche die Effekten bei der Spekulation finden. Von einer Placierung kann auch bei großzügigster Auslegung nicht gesprochen werden. Der Beitrag, den der Leithandel zur Unterbringung von Effekten leistet, ist demnach als ziemlich gering einzuschätzen.

Im übrigen konzentriert sich die Masse der Stückelieferungen an die Terminspekulation auf einen sehr kurzen Zeitraum

1) Vgl. oben S. 80

Unmittelbar vor dem Liquidationstermin versucht die Baisse, soweit sie keine Gegengeschäfte abgeschlossen hat, sich auf dem Kassamarkt einzudecken. Wäre die Nachfrage gleichmäßig über den gesamten Monat verteilt, würde sie keine allzu großen Kursveränderungen hervorrufen und könnte gelegentlich ausgleichend und kursstützend wirken. Da sie aber zunächst die Entwicklung des Terminmarktes abwarten, kaufen die Baissiers meist erst wenige Tage vor dem Ultimo. Dann allerdings sind sie gezwungen, zu jedem Preis einzusteigen, weil sie andernfalls vertragsbrüchig würden. Die Zusammenballung der Kassaabschlüsse der Terminspekulation auf wenige Börsentage und der Zwang, unter allen Umständen Stücke zu erwerben, bergen in sich die Gefahr eines ungünstigen Einflusses auf die Kursbildung. Eine solche Nachfrage hat mit einer Steigerung der Aufnahmefähigkeit im positiven Sinne nicht viel gemeinsam.

Übersehen oder wenigstens nicht gebührend beachtet wird ein sehr wichtiges Moment, wenn die Funktion der Terminspekulation bei der Aufnahme neu geschaffener Wertpapiere betont wird. Zwar unausgesprochen, aber notwendigerweise setzt man voraus, daß die Übernahme von Neuemissionen technisch möglich ist, d.h. daß die Effekten über die Börse abgesetzt werden. Tatsächlich ist dies aber kaum durchführbar. Die bestehenden börsenrechtlichen und börsenpraktischen Bestimmungen und Übungen erlauben es nicht, daß die jungen Aktien irgendeiner Gesellschaft sofort nach ihrer Ausgabe an der Börse gehandelt werden. Erst Monate später erfolgt auf Antrag der beteiligten Banken die Zulassung. Die Vorbereitung des Prospektes, dessen Vorlage, Prüfung etc. nehmen beachtliche Zeit in Anspruch. Deshalb ist es nicht ohne weiteres erklärlich, wie der Terminhandel die Papiere sofort übernehmen soll. Längst sind die Effekten mindestens durch eine Hand gegangen, bis sie in den Terminhandel gelangen. Der Terminhandel bildet frühestens die zweite Stufe, welche die Papiere

durchlaufen, niemals jedoch die erste ¹⁾.

Jedoch ist dem Terminhandel zuzubilligen, daß er die endgültige Placierung von Neuemissionen unterstützt. Der gesamte Unterbringungsverfahren dauert meist Monate. Nur ein Teil der Papiere kommt sofort in den Besitz von Anlegern, während der Rest zunächst nur eine vorläufige Unterkunft findet, etwa bei den Emissionsbanken, den sonstigen Kreditinstituten oder eben bei irgendwelchen Spekulanten, die lediglich auf ein Steigen des Kurses warten und dann verkaufen. Die provisorisch "placierte" Ware unterliegt der Gefahr, plötzlich auf den Markt geworfen zu werden. Es ist daher wünschenswert, wenn sich dafür Abnehmer finden, seien es wiederum nur Spekulanten, die auf eine günstige Verkaufschance hoffen. Sie tragen dazu bei, daß der Angebotsdruck gemindert sowie Kursbildung und Kurspflege erleichtert werden. Sofern sich der Terminhandel am Erwerb von Stücken aus neuen, noch nicht vollständig placierten Emissionen beteiligt - was nur im Rahmen seines relativ geringen Bedarfes möglich ist - ist seine Mitarbeit positiv zu beurteilen. Ihm aber eine ausschlaggebende Rolle zuzumessen, entspricht nicht den Tatsachen.

Noch eine weitere Einschränkung ist erforderlich. Terminhandel fand stets nur in wenigen, ausgewählten Effekten statt. Ausnahmslos waren es an allen Börsenplätzen zugelassene Standardwerte und außerdem einige regionale Spitzenpapiere ²⁾. Da die Aktien der führenden Unternehmen ohnehin einen breiten Markt haben, ist hierfür die Mithilfe des Terminhandels bei der Placierung nicht

1) Anscheinend waren vor der Jahrhundertwende die Verhältnisse anders. Das entbindet aber nicht von der Pflicht, die Argumentation den inzwischen vorgenommenen Änderungen der Börsenorganisation anzupassen. Vgl. dazu Fiersheim, P., Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, Mannheim/Berlin/Leipzig 1914, S. 120 f.

2) An der Berliner Börse wurden Ende 1927 69 Papiere (ausschließlich Aktien) per Termin notiert. Vgl. Ammenhäuser, E., a.a.O., S. 105.

von überragender Bedeutung. Die Aktien von Siemens oder den Farben-Nachfolgern, für welche sich beispielsweise der Terminhandel interessieren würde, sind auch ohne Zeitgeschäft entschieden leichter abzusetzen als die Anteile weniger bekannter Gesellschaften, die ihrerseits aber keine Aussicht hätten, am Terminmarkt notiert zu werden. Trotz ungünstiger Börsenlage würden etwa die Hausbanken des Mannesmann-Konzerns normalerweise immer Finanzierungsmöglichkeiten finden, während kleinere Firmen nur wenig Unterstützung erhielten. Die Wiederaufnahme des Zeitgeschäftes würde die Lage der kleinen und mittleren Aktiengesellschaften nicht, die der Großunternehmen, falls überhaupt noch möglich bzw. nötig, unwesentlich verbessern. Für die Masse der Wertpapiere, für welche gelegentlich eine höhere Aufnahmefähigkeit des Marktes erwünscht wäre, ist deshalb der Zeithandel praktisch ohne Einfluß.

bb) Die Rolle der Kreditinstitute im Prolongationsgeschäft

Nur unter der Voraussetzung, daß der Terminhandel neue, zusätzliche Mittel an die Börse bringt, kann eine erhöhte Aufnahmefähigkeit angenommen werden. Ob dies aber zutrifft, erscheint zweifelhaft, weil das Bestreben der Terminspekulation dahin geht, mit möglichst wenig Geld zu operieren. Die Einschüsse am Kassamarkt sind relativ höher, weshalb dem Kassahandel eine viel stärkere Wirkung zugeschrieben werden müßte ¹⁾. Wenn betont wird, daß immerhin ein Teil der Zeitengagements effektiv erfüllt wird, ist ein sehr wesentlicher Einwand zu erheben: der Ausgleich durch Lieferung von Stücken und Zahlung des Kaufpreises ist fast immer das Merkmal einer nicht geglückten oder noch nicht abgeschlossenen Spekulation. Meist wird

1) In aller Regel halten die deutschen Banken bei der Bevorschussung von Aktien an einer 60%igen Beleihungsgrenze fest. Vergleichsweise wurde an der New Yorker Börse vor kurzem die Einschußquote von 90 % auf 70 % ermäßigt. Vgl. Süddeutsche Zeitung Nr. 185 v. 4.8.1960.

in solchen Fällen die Gelegenheit zur Prolongation ergriffen. Welche Rolle dabei die Banken spielen, ist bekannt.

Bezahlt der Terminkäufer die am Liquidationstag übernommenen Effekten aus eigenem Parvermögen, gelangt tatsächlich neues Kapital auf den Wertpapiermarkt ¹⁾. Ähnlich verhält es sich, wenn als Kreditgeber Personen gefunden werden, die bisher der Börse fernstanden. Wie ist dagegen die Beteiligung der Banken am Prolongationsgeschäft zu beurteilen? Wird auch dann, wenn die Kreditinstitute während einer Abrechnungsperiode die Stücke in Kost nehmen, die Aufnahmefähigkeit des Marktes verbessert ²⁾?

Grundsätzlich vergrößert sich das bereits vorhandene Kapitalangebot durch die Inanspruchnahme von Bankkrediten in keiner Weise. Über die Mittel, welche das betreffende Institut dem Spekulant zur Verfügung stellt, hätte schon vorher disponiert werden können. Nur Kreditgewährung bedarf die Bank nicht unbedingt des Termingeschäftes, obgleich der Börsenkredit eine weitere Variante bildet. Wird die Prolongation unter dem Gesichtspunkt der Kapitalbeschaffung betrachtet, was mit der Aufnahmefähigkeit der Börse schließlich gemeint ist, so ließe sich die Ansicht vertreten, daß derselbe Erfolg schneller erzielt würde, wenn sich die Finanzierung nicht auf dem Umwege über Emission, Börse, Terminspekulation und Börsenkredit, sondern direkt zwischen den Banken und den in Frage kommenden Gesellschaften vollzöge. Kreditgeber bleiben letztlich doch die Banken und nicht die Spekulanten. Statt die Engagements verlängern zu helfen, stünde den Kreditinstituten auch die Möglichkeit offen, für das eigene Portefeuille in entsprechendem Umfange zu kaufen.

- 1) Hierbei wird angenommen, daß dieser Wertpapierkäufer sich ausschließlich für das Termingeschäft, nicht aber für den Kassahandel interessiert.
- 2) Wie Hunold aus der Sicht der schweizerischen Verhältnisse betont, ist nicht nur an Report-, sondern auch an Kontokorrentkredite gegen Lombarddeckung zu denken. A.a.O., S. 69.

Obwohl der Börsenkredit der Banken, speziell der Reportkredit, das an sich vorhandene finanzielle Angebot keineswegs vergrößert, trägt er trotzdem zu einer Verbesserung der Marktsituation bei. In der Geschäftspolitik der Banken sind nämlich u.a. gesetzliche, satzungsmäßige und liquiditätsmäßige Rücksichten zu nehmen. Einer zeitlich unbegrenzten Kreditierung und Wertpapierbeschaffung stellen sich Schwierigkeiten in den Weg. Dagegen bietet der Terminhandel sichere, kurzfristige und flüssige Anlageformen, die mit Vorliebe wahrgenommen werden. Wenn das Zeitgeschäft dazu führt, noch nicht endgültig placiertes Material "schwimmend" zu halten, ist dies daher in erster Linie eine Folge des bankmäßigen Reportkredites. Allerdings verbessert sich nicht die objektive Aufnahmefähigkeit des Marktes, sondern die subjektive Aufnahmebereitschaft. Zusätzliches Kapital entsteht nicht, die jeweils vorübergehende kreditmäßige Unterstützung wirkt jedoch ähnlich.

Entsprechend sind die Folgen des Reportgeschäftes zu kommentieren. Auch die Prolongation von Baisseengagements schafft selbstverständlich keinen größeren Vorrat an Stücken, d.h. verändert die objektive Abgabefähigkeit nicht. Die subjektive Abgabebereitschaft steigt aber dennoch. So sehr die Banken an ihren Wertpapiereigenbeständen festhalten - mit Ausnahme der reinen Handelsbestände - so gern setzen sie diese kurzfristig werbend ein. Unverkennbar ist der daraus resultierende beruhigende Einfluß auf den Börsenablauf, insbesondere kurz vor den Liquidationsterminen. Andererseits darf der stimulierende Effekt auf die Spekulationsfreudigkeit ebenfalls nicht übersehen werden.

cc) Die heutige Bedeutung der Börsen (die große Macht der Banken)

Schließlich ist ganz allgemein das Verhältnis der Banken

zur Börse zu beleuchten. Im Prinzip sollte zwischen beiden eine Art von Arbeitsteilung herrschen, sie sollten sich gegenseitig ergänzen. Viele gemeinsame Berührungspunkte existieren, aber auch Überschneidungsmöglichkeiten, die zu einer gewissen Konkurrenz führen. Ohne die Beteiligung der Kreditinstitute sind die Börsen, wenigstens in Deutschland, nicht lebensfähig, während es andererseits in der Vergangenheit durchaus Perioden gab, in welchen die Börsen geschlossen waren, die Banken jedoch florierten ¹⁾. Allerdings waren solche Zeitabschnitte keineswegs als normal zu bezeichnen. Immerhin dient allein die Tatsache als Beweis dafür, daß die Bedeutung der Börse nicht überschätzt werden darf. Als "Gehirn der Volkswirtschaft" im Sinne von Schmöller war die Börse schon in der hochkapitalistischen Zeit vor dem Ersten Weltkrieg kaum zu bezeichnen, um wieviel weniger erst heute.

Bis zur Gegenwart haben sich die Gewichte deutlich verschoben und frühere Gewohnheiten geändert. Nicht selten war noch in der jüngsten Vergangenheit von den Verwaltungen auch größerer Unternehmungen die Ansicht zu vernehmen, daß man sehr wohl ohne Börse leben und arbeiten könne, d.h. daß die Aufnahme von Obligationen- oder neuem Aktienkapital nicht erforderlich sei. Der Aktionäre erinnerte man sich manchmal erst aufgrund der gesetzlichen Vorschrift, alljährlich über die Regularien abstimmen zu lassen. Eine bessere Qualifikation als die eines lästigen Dividendenempfängers wurde den Anteilsinhabern damals nur von wenigen weitschauenden Vorständen zuteil. Dagegen wurde stets großer Wert auf eine gute Verbindung zu den Banken gelegt, was u.a. durch Übertragung lukrativer Aufsichtsratsmandate unschwer zu erreichen war. Im Zuge der Entwicklung, nicht zuletzt durch gesetzgeberische

1) Im Gegensatz zur Bundesrepublik und der Schweiz sind etwa in Großbritannien und den USA die Banken von der direkten Teilnahme am Börsengeschehen ausgeschlossen. Dieser Unterschied ist in der Struktur und dem Charakter der Banken und deren Geschäfte begründet.

Maßnahmen und die zunehmende Internationalisierung, wandeln sich aber allmählich die Anschauungen.

Aus einer Zwangslage - der Unergiebigkeit des deutschen Kapitalmarktes nach der Währungsreform - bildeten sich vielfach außergewöhnliche Finanzierungspraktiken, die später beibehalten wurden und sich im Laufe der Zeit nur langsam normalisieren. Manche Objekte sind bis heute kurzfristig finanziert, obwohl nach gesunden traditionellen Regeln eine langfristige Konsolidierung notwendig wäre. Trotzdem wird nach Möglichkeit die Aufnahme von Obligationenkredit hinausgeschoben, um der Verpflichtung zur Kurspflege und einer gewissen Unbeweglichkeit hinsichtlich der Zinshöhe zu entgehen ¹⁾. Junge Aktien wiederum sind, abgesehen von steuerlichen Erwägungen, oft nicht erwünscht, weil sie gelegentlich neue Mehrheitsverhältnisse schaffen und die Machtvollkommenheit des Vorstandes und Aufsichtsrates antasten. In einem stärkeren Maße als früher sind deshalb die Geschäftsbanken im Kreditgeschäft engagiert; die Bankbilanzen beweisen es hinreichend. Was den Gesellschaften recht ist, kann den Banken nur billig sein. Jedenfalls ist gegenwärtig ein großer Teil des Kapitalbedarfs der Wirtschaft, der nach betriebswirtschaftlichen Grundsätzen in Form des Emissionskredites gedeckt werden müßte, immer noch durch Bankkredit substituiert. Daß diese Entwicklung zu Lasten des Einflusses der Börse gegangen ist, dürfte sicher sein. Ob sie zum Schaden der Banken und der Unternehmungen gereicht, kann bisher nicht einwandfrei beurteilt werden. Darüber würde erst eine wirtschaftliche Krise Klarheit verschaffen. An ernst zu nehmenden Warnungen fehlt es

1) Verschiedene Kündigungen der 1955 bzw. 1956 aufgelegten hochprozentigen Anleihen im Jahre 1958 (Mannesmann, Degussa etc.) zeigen, wie unerwünscht und unangenehm derartige Verbindlichkeiten bei veränderter Kapitalmarktlage sein können, beweisen aber gleichzeitig, daß bei entsprechender Ausstattung der Emission die Unbeweglichkeit gar nicht so groß ist, wie häufig angenommen wird.

nicht ¹⁾.

Innerhalb mehrerer Jahrzehnte scheint sich der Charakter der Börse weitgehend geändert zu haben. Beim Studium älterer Literatur gewinnt man den Eindruck, daß früher an der Börse und über die Börse große Transaktionen abgewickelt wurden. Die Aufnahmefähigkeit der Börse muß damals so bedeutend gewesen sein, daß selbst der Besitzwechsel ganzer Aktienpakete die Kurse oft nicht ins Wanken brachte. Für die heutige Börse gelten längst andere Maßstäbe, auch hinsichtlich der Höhe von Kursschwankungen ²⁾. Aus den Jahren 1955 bis 1957 sind Börsentage bekannt, an denen Orders über wenige tausend DM für die Kurse von Standardwerten ausschlaggebend waren und Briefnotierungen zur Regel gehörten. Im Jahre 1959 waren trotz der überwiegend sehr festen Tendenz gestaltliche Paketverkäufe über die Börse gleichfalls nur schwer durchführbar gewesen. Es ist üblich geworden, große Abschlüsse außerhalb der Börse vorzunehmen - entweder direkt zwischen den Interessenten oder durch Vermittlung der Banken.

Seit der Währungsreform wurden an der Börse aber verschiedentlich Aufkäufe in erheblichem Umfang festgestellt, die Paketverkäufer dagegen mit in die Börse. Die Herren Flick und Krupp, die sich aufgrund von Auflagen der ehemaligen Besatzungsmächte von Teilen ihres Besitzes trennen bzw. Umgruppierungen vornehmen mußten, wählten außerbörsliche Wege, ja sie waren dazu gezwungen. Ohne Schwierigkeiten könnten weitere einschlägige Vorgänge aus den letzten Jahren genannt werden. Sie hatten für die Beteiligten zumindest den Vorteil, daß keine Courtage anfiel, von der Frage des Preises ganz zu schweigen.

1) Daß selbst Weltfirmen von der Größe des Hauses Siemens kritisiert werden, zeigt die bekannte Kontroverse mit Prof. Linhart, Nürnberg.

2) So wird berichtet, daß vor dem Ersten Weltkrieg Kursausschläge von 4 bis 6 % an einem Tage als recht beträchtlich, von 7 bis 10 % sogar als Ausdruck einer Krise angesehen wurden. Vgl. Prion, W., a.a.O., S. 245.

Im Fehlen des Terminhandels liegt die Ursache nicht, denn diese Entwicklung reicht weiter zurück als bis zum Jahre 1931. Daß die Spekulation per Kasse allerdings kurzfristiger ist als per Termin, läßt sich nicht leugnen. Prion sieht den Grund vielmehr darin, daß sich infolge des Zusammenschmelzens der vor allem von den Privatbankiers getragenen Berufsspekulation das Schwergewicht des Umsatzes von der Börse auf die Großbanken verlagert hat ¹⁾. Die vielkritisierte In-sich-Kompensation bei den Filialbanken beurteilt Sommerfeld jedoch nicht besonders ungünstig ²⁾; sie ist auch nicht mehr sehr gebräuchlich. In der Gegenwart ist neben der Ausweitung der Kreditgewährung durch die Banken die Struktur des Wertpapierhandels und -besitzes ausschlaggebend.

Nach Feststellungen des Statistischen Bundesamtes befanden sich am 30.9.1958 rund 68 Prozent des Grundkapitals sämtlicher deutschen Aktiengesellschaften in den Händen von Großaktionären ³⁾. Die gegenseitige Verflechtung der deutschen Wirtschaft ist demnach außerordentlich stark. Bei den einzelnen Unternehmungen liegen die Verhältnisse individuell verschieden. Während beispielsweise Mannesmann stolz darauf ist, von Großaktionären unabhängig zu sein und mehr Anteilseigner als Belegschaftsmitglieder zu besitzen, werden die Konkurrenzfirmen Klöckner, Gutehoffnungshütte, Phoenix-Rheinrohr, August-Thyssen-Hütte und Dortmund-Hörder-Hüttenunion von Einzelaktionären beherrscht ⁴⁾. Auch von den verbleibenden 32 Prozent ist ein erheblicher Teil als Dauerbesitz mit Anlagecharakter anzusehen. Daß damit für den laufenden Handel nur relativ geringe Beträge zur Verfügung stehen, zeigt eine einfache Rechnung. Für die Börse ist nicht das gesamte Grundkapital

1) A.a.O., S. 5 f.

2) A.a.O., S. 35.

3) Vgl. Wirtschaft und Statistik, Herausg. Statistisches Bundesamt, 11.Jhrg. N.F., Heft 2/1959, S. 76 f.

4) Vgl. Rohr-Post, Mitteilungsblatt für die Aktionäre der Mannesmann AG, Heft 11/1959, S. 1.

aller Gesellschaften, sondern ausschließlich die verbleibende, nicht festgelegte Restsumme relevant. Nicht derjenige bestimmt den Börsenkurs einer Aktie, der das größte Paket besitzt, sondern derjenige, der über die meisten frei verfügbaren Stücke disponiert und sich in das tägliche Geschehen einschaltet. Nur die freien Anteile sind Gegenstand von Angebot und Nachfrage. Gleichzeitig verliert aber der Börsenkurs insoweit an Bedeutung, als er lediglich das umgesetzte Material repräsentiert. Die Groß- und Daueraktionäre interessieren sich häufig erst dann für den Börsenpreis, wenn sie ihren Besitz abrunden oder abstoßen wollen.

Ein Großteil der für den Handel verfügbaren Aktien ist bei den Banken konzentriert. Ein Blick in die veröffentlichten Bilanzen beweist, welchen Umfang die Anlage in Effekten erreicht. Allein die fünf Firmen - Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank und Bayerische Vereinsbank - weisen per 31. Dezember 1959 Aktienbestände im Werte von 1.004 Millionen DM aus ¹⁾. Zu einem Kurs von 150 % umgerechnet (vermutlich liegt der Bilanzkurs nicht höher), ergibt sich ein Nominalbetrag von 670 Millionen DM, der 8 Prozent des gesamten Streubesitzes entspricht ²⁾. Zwar hat ein gewisser Teil der im Bankbesitz befindlichen Aktien ebenfalls Beteiligungscharakter, obgleich die Kreditinstitute in Börsenprospekten Beteiligungen an Industrie- und Handelsfirmen kaum zugeben, dennoch verbleibt genügend handelbares Material. Deshalb sind Verkäufe aus eigenem Bestand an Kunden bzw. Käufe für den eigenen Bestand der Banken

1) Zahlen wurden den Geschäftsberichten für 1959 der genannten Banken entnommen.

2) Bei dieser Berechnung wurde mit Absicht unterstellt, daß sich nur 68 % des Gesamtgrundkapitals in Dauerbesitz befinden; der festgelegte Streubesitz blieb somit unberücksichtigt. Tatsächlich dürfte der Anteil der genannten Banken an frei verfügbaren Papieren entschieden höher sein. Die Zahl für sämtliche deutsche Banken läßt sich nicht angeben, weil die Daten der Bundesbank nicht genügend spezifiziert sind, erhöht sich aber wahrscheinlich mindestens auf das Doppelte.

heute vermutlich zahlreicher als In-sich-Kompensationen.

Die starke Position der Banken im Wertpapierhandel bewirkt, daß diese die Börsenkurse wesentlich mitbestimmen. Die Wiederaufnahme des Terminhandels würde daran kaum etwas ändern. Wenn in den Börsenberichten vom Berufshandel gesprochen wird, so sind damit auch die Geldinstitute in ihrer Eigenschaft als Eigenhändler gemeint. Ohne deren Beteiligung wäre die Kulisse eine ziemlich einflußlose Gruppe. Ein Häuflein passionierter Spekulanten könnte niemals mit Nachdruck gegen die Geschäftsbanken operieren. Selbst wenn man die durch Krieg und Währungsreform bedingten Vermögensverluste als überwunden betrachtet, fehlten den übrigen Berufsbörsianern die erforderlichen Mittel. Andererseits verleitet ihre Stellung die Banken dazu, die Börse gering zu schätzen. Besonders die Filialgroßbanken sind zeitweilig in der Lage, bedeutende Transaktionen, auch Emissionen, ohne Börse durchzuführen. Solange der Markt intakt bleibt, ist es für die Kreditinstitute nicht uninteressant, viele Geschäfte allein durchzuführen und die vollen Erträgnisse zu vereinnahmen.

Bis zu einem gewissen Grade war die Abnahme des Einflusses der Wertpapierbörsen mit der Entwicklung und Ausdehnung der deutschen Großbanken, die ihre eigenen Vorteile hat, notwendig verbunden. In einem nicht geringen Maße scheinen die Geldinstitute jedoch absichtlich und systematisch diesen Zustand herbeigeführt zu haben. Ohne Zweifel vermag das Bankgewerbe teilweise die Aufgaben der Börse im eigenen Hause zu erledigen, aber eben doch nicht vollständig. Je mehr sich deshalb die Wirtschaft auf die erneute Förderung des Effektenwesens besinnt, ein desto größeres Augenmerk ist wiederum auf die Börse als die neutrale Zentral- und Ausgleichsstelle des Kapitalmarktes zu richten. Eine Börse, die in erster Linie dazu dient, die eigenen Absichten und Maßnahmen der Geschäftsbanken zu ergänzen und zu unterstützen, erfüllt ihren Zweck nur stückweise.

3. Stärkt der Terminhandel die Bedeutung der Börse ?

Nicht jede Börse ist von gleicher Wichtigkeit für die Gestaltung der Kurse und darüber hinaus für den Geld- und Kapitalmarkt. Die Unterschiede sind erheblich. Manche Börsenplätze sind tonangebend, während einige zum Teil nur die an anderen Orten ermittelten Preise registrieren. Meist bestimmt die jeweilige Zentralbörse die Entwicklung der Kurse der führenden Papiere, auch wenn diese an sämtlichen Plätzen zum Handel zugelassen sind; per Telefon, Fernschreiber etc. verhindert die Arbitrage fast stets größere Ausschläge ¹⁾. Diese Tatsache darf aber nicht dazu verleiten, den Einfluß der übrigen Börsenplätze zu unterschätzen. Die mittleren und kleineren Unternehmungen brauchen ebenfalls einen Markt für ihre Effekten und finden ihn an den Provinzbörsen.

Eine vom Regelfall abweichende Situation findet sich in der Bundesrepublik. Aufgrund der politischen Spaltung Deutschlands gibt es keine eigentliche Zentralbörse mehr. Die führende Rolle spielt zwar Frankfurt, Sitz der Bundesbank und der ersten Geschäftsbanken, dennoch hat sich die Bedeutung der übrigen Börsen gegenüber der Vorkriegszeit merklich erhöht. Düsseldorf und München stehen, dem Aufkommen an Börsenumsatzsteuer nach zu schließen, Frankfurt nicht viel nach ²⁾. Die Dezentralisierung und die damit verbundene Vergrößerung der Märkte für Heimatwerte sind, insgesamt betrachtet, zu begrüßen.

1) Bemerkenswert ist, daß die sich bietenden Arbitragemöglichkeiten infolge des bedeutenden Geschäftsvolumens gegenwärtig nicht immer gewahrt werden können. So blieb den Händlern z.B. am 1.7.60 keine Zeit, um die bei den Aktien der Deutsche Edelstahlwerke AG zwischen Düsseldorf und München bestehende, ca. 10 % des Kurswertes betragende Differenz zu nutzen. Vgl. Kurszettel der Düsseldorfer bzw. Münchener Börse.

2) Es wäre müßig, sich in die Diskussion zwischen Düsseldorf und Frankfurt über die Höhe der jeweiligen Umsätze einzumischen. Vgl. dazu u.a. Achterberg, E., a.a.O., S. 313 f.

Verschiedene Komponenten bestimmen das Ansehen und Gewicht der einzelnen Börsen. Normalerweise sind die Börsenplätze die politischen und finanziellen Zentren eines Landes oder eines bestimmten Gebietes. Wichtig ist die Domizilierung der führenden Bankhäuser und vor allem der Zentralnotenbank. Die Nachbarschaft zu Unternehmungen, deren Papiere die Objekte des Börsenhandels darstellen, ist nicht unerheblich, aber nicht ausschlaggebend. Denn der Ballungsraum der deutschen Industrie ist das Ruhrgebiet, während der heutige Börsenmittelpunkt, Frankfurt, und der frühere, Berlin, davon entfernt liegen. Wesentlichstes Moment ist die Stellung des betreffenden Platzes im Rahmen des Geld- und Kapitalmarktes, und diese ist wiederum in erster Linie von der Zahl und der Potenz der dortigen Kreditinstitute abhängig.

Daß daneben noch andere Gesichtspunkte, auch traditioneller Art, zu berücksichtigen sind, wird nicht bestritten. Was hierbei jedoch besonders interessiert, ist die Behauptung, daß die Art der an den einzelnen Börsen zugelassenen Geschäfte für die Bedeutung der Effektenmärkte eine Rolle spiele. Damit wird die Frage unter einem etwas ungewohnten Blickwinkel aufgeworfen.

a) Der Terminhandel zieht Kapital an

Max Weber äußert die Ansicht, daß der Terminhandel die Macht der betreffenden Börse und damit die Finanzkraft des jeweiligen Landes stärke, weil er Kapital anziehe ¹⁾. Das Kapital, er denkt vor allem an das ausländische, fließe in erster Linie an diejenigen Börsenplätze, an denen das Zeitgeschäft möglich ist. Die Einlagen der dort ansässigen Kreditinstitute stiegen auf diese Weise an und ihr Kreditspielraum weite sich gleichzeitig aus. Dadurch wür-

1) Weber, M., Die Börse, in "Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik", Tübingen 1924, S. 319.

den die Banken in die Lage versetzt, der heimischen Wirtschaft in viel höherem Maße ihre Dienste anzubieten und für die Entwicklung der Wirtschaft die finanziellen Voraussetzungen zu schaffen. Das Emissionsgeschäft nehme einen steilen Aufschwung. Emissionen würden daher überwiegend an den Börsen durchgeführt, die das Termingeschäft zulassen. Auch für ausländische Emittenten gewinne der inländische Kapitalmarkt an Bedeutung.

Neben einer Preisführerschaft derjenigen Börsen, die den Wertpapierhandel per Termin ermöglichen, betont und befürwortet Weber eine gewisse internationale finanzielle Verflechtung. Er bejaht den Zugang ausländischer Interessenten zum deutschen Kapitalmarkt, möchte ihn soweit wie möglich erleichtern und fördern. Trotzdem denkt er, für seine Zeit mehr als verständlich, in streng nationalen Vorstellungen. Der Kapitaleinfuhr nach Deutschland sollte kein gleich hoher Export gegenüberstehen. Vielmehr sollte sich die Betätigung der Ausländer auf dem deutschen Markt im wesentlichen auf das Einbringen von Kapital beschränken. Damit würden die fremden Anleger die deutschen Börsen und Banken stärken, unter Umständen sogar zu Lasten ihrer eigenen ¹⁾.

Einerseits hat Weber offensichtlich die durch den Weltkrieg von 1914/18 und die Reparationsfrage geschaffene besondere deutsche Lage im Auge, andererseits kommt er auf dem Umweg über den Terminhandel auf die wirtschaftliche und politische Konkurrenz zwischen den verschiedenen Ländern zu sprechen. Er sieht Börsen und Banken als wirksame Hilfen in diesem Wettbewerb an. Wörtlich schreibt er: "Eine starke Börse kann eben kein Klub für "ethische Kultur" sein und die Kapitalien der großen Banken sind so wenig "Wohlfahrtseinrichtungen" wie Flinten und Kanonen es sind. Für eine Wirtschaftspolitik, welche diesseitige

1) Auf die Folgen für die Zahlungsbilanz, die sich ergeben können, geht Weber nicht ausdrücklich ein, sicher denkt er jedoch daran.

Ziele erstrebt, können sie nur eines sein: Machtmittel in jenem ökonomischen Kampf..... Sie haben die Pflicht, in letzter Linie darüber zu wachen, daß fanatische Interessenten oder weltfremde Apostel des ökonomischen Friedens nicht die eigene Nation entwaffnen" ¹⁾.

b) Kritik

Niemand wird bestreiten, daß der Effektermenhandel erhebliche Aufmerksamkeit auf die Börse lenkt. Die ausgefeilte Technik, das dadurch ermöglichte höhere Umsatzvolumen und der daraus resultierende Einfluß auf Kursbildung und Kursbewegungen geben Anreize für eine umfangreiche Spekulation. Ob aber zugleich die Kapitalbeschaffungsfunktion der Börse im besonderen bzw. der Kapitalmarkt im allgemeinen eine Förderung erfahren, kann nicht von vornherein positiv entschieden werden. Wie schon betont, ist eine derartige Wirkung lediglich eine unbeabsichtigte Nebenerscheinung der Spekulation ²⁾. Spekulanten zieht der Zeithandel ohne Zweifel an. Inwieweit er jedoch das Ausmaß der effektiven Lieferungen vergrößert, ist von Fall zu Fall zu beurteilen. Daß das Termingeschäft die Placierungsmöglichkeiten für Emissionen nur in dem Umfange berührt, als die Orders stückemäßig reguliert werden, ist bekannt. Daran ändert die Beteiligung ausländischer Interessenten nichts. Weber kommt es anscheinend darauf an, zur Ankurbelung der durch die Inflation zerrütteten deutschen Wirtschaft sämtliche Reserven, auch die geringsten, zu mobilisieren.

Inzwischen haben sich die Gegebenheiten gewandelt. Heute dürfte der Börsenterminhandel das ausländische Kapital kaum veranlassen, sich auf dem inländischen Markte zu betätigen. An vielen Auslandsbörsen ist das Zeitgeschäft ohnehin gestattet, so daß für spekulativ veranlagte Natu-

1) A.a.O., S. 321 f.

2) Vgl. oben S. 86

ren kein zwingender Grund besteht, ihre Transaktionen in Deutschland vorzunehmen. Eine bestimmte Fluktuation ist zwar normalerweise immer festzustellen, doch wird damit nicht das Gegenteil bewiesen. In Ländern, in denen ausschließlich der Kassahandel üblich ist, wie gegenwärtig in der Bundesrepublik, sind allerdings auf die Dauer Abwanderungstendenzen zu befürchten. Das sich in Deutschland ständig verstärkende Interesse für Auslandsbörsen gilt zunächst jedoch noch den Papieren selbst. Trotzdem kommt dem Weber'schen Argument in diesem Sinne eine gewisse Berechtigung zu. Die Einschränkungen betreffen in erster Linie die Frage, ob es für die Wirtschaft eines Landes tatsächlich von Schaden ist, wenn Geld für kürzere oder längere Dauer abfließt. Die Antwort hierauf hängt gleichfalls von den zeitlichen Umständen ab ¹⁾.

Wenn Göppert das Schwergewicht nicht auf die Handelsform, sondern auf das Sortiment der notierten Werte legt, gilt dies auch für die ausländischen Börsenteilnehmer ²⁾. Daß die Art der Geschäftsabwicklung nicht ausschlaggebend ist, beweist u.a. das Beispiel der New Yorker Wertpapierbörse. An der Stock Exchange in Wallstreet ist nur das Kassageschäft erlaubt ³⁾ - allerdings eine technisch vollkommene Form des Kassahandels - und dennoch ist sie die führende Weltbörse und konzentriert riesige Kapitalien aus allen Ländern auf sich. Dafür gibt es viele Gründe, am Termingeschäft liegt es jedoch nicht. Mit der Technik des Börsenhandels allein läßt sich derzeit kein Beweis für die Akkumulation von Auslandskapital erbringen. Eine erhebliche Bedeutung ist dagegen Fragen der Währungsparitäten sowie der Geldwertstabilität beizumessen.

Nach den Erfahrungen der Bankenkrise von 1931 wird ohnehin von den verantwortlichen Institutionen gegenüber dem

1) Ähnlich ist auch die von F. Schmidt vertretene Ansicht zu beurteilen. A.a.O., S. 95.

2) A.a.O., S. 56.

3) Vgl. Leffler, G., The Stock Market, New York 1957, S. 49.

ausländischen Kapital eine Einstellung vertreten, die mit der von Max Weber und Fritz Schmidt geäußerten Meinung nicht generell übereinstimmt. Ausländisches Kapital kann einer Wirtschaft bei bestimmten Verhältnissen mehr schaden als nützen. Unter diesem Gesichtspunkt ist auch die Politik der deutschen Notenbank während der vergangenen Jahre zu verstehen. Man ist sich an zuständiger Stelle sehr wohl der möglichen Gefahren bewußt. Das Verbot der Verzinsung der Einlagen von Devisenausländern, die drastische Höhe der dafür zu haltenden Mindestreserven und die Bemühungen zur Vermeidung eines Zinsgefälles gegenüber anderen Ländern sind nur einige Beispiele einer sehr eindeutigen Konzeption. Im übrigen ist gegenwärtig der Ruf nach Kapitalexport deutlicher zu vernehmen als die Forderung nach Kapitalimport.

Da nun schon einmal vom Einfluß des ausländischen Kapitals auf die Börse die Rede ist, soll noch ein anderes Problem angeschnitten werden: die Preisführerschaft der New Yorker Effektenbörse. Ähnlich wie für verschiedene Waren sind die Vereinigten Staaten von Amerika, insbesondere der New Yorker Platz, auch für die Wertpapiermärkte der Welt tonangebend. Während dies zum Beispiel für Metalle verständlich ist - einfach deshalb, weil der Ort, an dem die größten Mengen eines bestimmten Produktes umgesetzt werden, einen entsprechenden Einfluß auf die Preisgestaltung haben muß - leuchtet es im Falle der Effekten nicht ohne weiteres ein. Sicher, das Wertpapiergeschäft in New York ist um ein Vielfaches umfangreicher als etwa in München, jedoch sind die Objekte des Handels an den beiden Plätzen nicht vergleichbar. Abgesehen von wenigen Aktien benachbarter Länder, die seit kurzem an den deutschen Börsen zugelassen sind, wird gegenwärtig nicht ein einziges deutsches oder amerikanisches Papier in New York und München zugleich frei gehandelt. Worauf gründet sich aber die maßgebende Rolle New Yorks, die an sämtlichen Börsen der westlichen Welt zu verspüren ist? Was hat denn der Kurs der Aktien einer bayerischen Braue-

rei mit der Tendenz in Wallstreet zu tun ¹⁾?

Ohne engstirnig zu denken, ist es doch eigentlich unverstündlich und beschämend, wenn die Notierungen in so erheblichem Maße vom Ausland abhängen. Ein gewisser Zusammenhang läßt sich freilich nicht leugnen. Die westliche Welt steht in vielfältiger Verbindung, so daß weltpolitische oder -wirtschaftliche Ereignisse hier wie dort ungefähr im gleichen Sinne gewertet werden müssen. Aber alles hat seine Grenzen. Daß ein Stahlarbeiterstreik in Pittsburg die Kurse der amerikanischen Montanaktien drückt und in New York vielleicht als generelles Baissemoment verzeichnet wird, ist vernünftig. Wenn aber derselbe Vorgang die Tendenz an den deutschen Börsen verschlechtert, obwohl sich für die Stahlwerke an der Ruhr verbesserte Exportchancen ergeben, hört die Logik auf.

Die Kurse der inländischen Wertpapiere gelten schon lange Zeit für das Ausland als attraktiv, weshalb häufig in großem Umfange Käufe vor allem aus der Schweiz sowie aus USA zu verzeichnen waren. Andererseits verspürte man gelegentlich die besondere Vorsicht des Auslandes vor den verwickelten politischen Verhältnissen in Deutschland, wenn sie zu Angstverkäufen Anlaß gab. Trotzdem dürfte die Abhängigkeit der deutschen Börsen nicht so deutlich sein. Sie zeugt von einer erheblichen Schwäche. Es hat den Anschein, als ob die Börsen nicht mehr in erster Linie Institutionen zur Vermittlung von Kapital, sondern Möglichkeiten zu spekulativer Betätigung sind. Aus der Perspektive der internationalen Spekulation ergibt sich zwar eine Erklärung für diesen unerfreulichen Zustand, aber keine Begründung, die befriedigt.

1) Mit dem Export nach den USA zusammenhängende Überlegungen dürfen wohl vernachlässigt werden.

4. Der Effekterminhandel als Mittel der Risikoabsicherung

Auch auf anderen Märkten kennt man ein Termingeschäft. Viele der wichtigsten Waren des Welthandels werden auf Zeit gehandelt. Zu nennen sind beispielsweise Getreidesorten wie Weizen und Roggen, Metalle wie Kupfer, Zinn und Blei, Nahrungs- bzw. Genußmittel wie Kaffee, Tee und Kakao sowie insbesondere Baumwolle. Nicht weniger bedeutsam ist der Terminhandel in Devisen, also in Valuten anderer Länder. Die hauptsächlichsten Währungen des internationalen Handelsverkehrs können täglich an den deutschen Devisenbörsen, welche den Effektenbörsen angegliedert sind, per Termin gekauft und verkauft werden. In technischer Hinsicht vollziehen sich Waren- und Devisentermingeschäft ähnlich wie der Effektenzeithandel; der Abschluß des Geschäftes liegt in der Gegenwart, die Erfüllung in der Zukunft.

Erste Aufgabe des Waren- und Devisentermingeschäftes ist, Produktion und Warenhandel von wesensfremden Risiken zu entlasten. Der Ablauf eines Warentermingeschäftes wird in Lehrbüchern häufig anhand des Baumwollbeispiels erklärt. Abschlüsse auf Zeit beseitigen bzw. mindern die Gefahren, welche aus effektiven Festgeschäften für die verschiedenen Stufen der Erzeugung und Distribution entstehen. Sie gewährleisten langfristige Ein- und Verkaufsdispositionen, ermöglichen eine verlässliche Kalkulationsbasis und sichern die Versorgung und Beschäftigung. Verluste aus dem Effektivhandel sollen durch Gewinne aus Zeitengagements kompensiert werden. Der Grundgedanke liegt darin, spekulative Tendenzen und Momente möglichst weitgehend auszuschalten ¹⁾.

Besonderer Zweck des Devisentermingeschäftes ist es, die Gefahr von Kursschwankungen der Devisen zu eliminieren.

1) Vgl. dazu Lipfert, H., Devisenhandel, Devisengeschäfte der Banken, Exporteure und Importeure, Frankfurt a.M. 1958, S. 151 f.

Die Übernahme eines derartigen Risikos ist der produzierenden Wirtschaft ebenfalls fremd. Der Exporteur rechnet in erster Linie mit Inlandswährung, auch wenn er in fremder Valuta fakturiert. Hat er etwa in drei Monaten einen Betrag von 100 000 Dollars zu erwarten, verkauft er diese Summe sofort per Termin. Analog handelt ein Importeur, der in ausländischer Währung zahlen muß. Träger des Devisenterminhandels sind die Banken, die für solche Geschäfte prädestiniert sind.

Waren- und Devisenterminabschlüsse sind Hilfgeschäfte für den effektiven Handel. Sie tragen wesentlich dazu bei, die Sicherheit im wirtschaftlichen Verkehr, vor allem mit dem Ausland, zu erhöhen. Der enge Zusammenhang mit den ihnen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Transaktionen ist deutlich zu ersehen. Allerdings ist nicht zu leugnen, daß sie für reine Preisspekulationen in gleicher Weise geeignet sind und benützt werden. Im Termingeschäft mit Effekten dagegen ist eine ähnlich enge Verbindung mit einem ökonomisch notwendigen Vorgang nicht sofort nachzuweisen. Dennoch wird behauptet, daß auch der Effektenzeithandel der Verminderung von Risiken diene.

a) Die Ansicht der Befürworter des Terminhandels

Justin Winter soll als Repräsentant dieser Anschauung zu Worte kommen ¹⁾. In Anlehnung an Winter läßt sich folgender Fall konstruieren: Irgendein Pensionist erwartet in kurzer Zeit die Auszahlung einer fälligen Lebensversicherung. Er hat die Absicht, sein künftiges Guthaben in Wertpapieren anzulegen. Sobald er über die Summe verfügt, beauftragt er seine Bank, die Stücke per Kasse zu erwerben. Das ist der normale Verlauf, der keinen Zeithandel erfordert. Der Wertpapierinteressent läuft dabei allerdings Gefahr, daß sich bis zum Tage der Überweisung des Geldes das Kursniveau erhöht. Er erhält dann später einen

1) A.a.O., S. 18

geringeren Gegenwert. Vielleicht stellt er deshalb Überlegungen an, wie er sich schon vorher die Effekten zu derzeitigen Kursen sichern kann.

Eine solche Möglichkeit bietet nach Winter's Ansicht der Terminmarkt, weil man dort die gekauften Papiere erst in der Zukunft zu bezahlen brauche. Obwohl der Sparer den erforderlichen Betrag im Augenblick noch gar nicht in Händen habe, sei er in der Lage, seinen Anspruch auf der Basis der jetzigen Kurse geltend zu machen. Von den häufigen Schwankungen der Börsentendenz sei er wesentlich unabhängiger, weil ihm für seine Dispositionen mehr Spielraum verbleibe. Winter hält es daher für wahrscheinlich, daß dem Termingeschäft der Vorzug vor dem Kassageschäft gegeben werde ¹⁾.

Ähnliche Gesichtspunkte gelten für nachstehende Situation: Angenommen, der Eigentümer eines Wertpapierdepots hat in einigen Wochen eine größere Zahlung zu leisten. Ist er nicht liquide genug, muß er auf seinen Effektenbesitz zurückgreifen und einen Teil veräußern. Hierzu stehen ihm drei verschiedene Wege offen. Zunächst kann er bis unmittelbar vor dem Zahlungstermin warten und auf dem Kassamarkt verkaufen. Befürchtet er aber ein Fallen der Kurse, wird er schon früher an eine Realisierung denken. Gegebenenfalls erteilt er seiner Bank etwa einen Monat vorher Weisung zum Verkauf per Kasse und legt den Erlös inzwischen auf seinem Konto an. Schließlich liegt es in seiner Hand, sich des Terminmarktes zu bedienen und per letzten Liquidationstermin vor dem Fälligkeitstage abzugeben. Für welche Möglichkeit er sich entscheidet, hängt davon ab, wie er den gegenwärtigen Kursstand und die künftige Entwicklung beurteilt. Mit in Betracht ziehen wird er die Höhe der Zinsen, die er bei vorzeitigem Kassaverkauf für sein Kontoguthaben erhält.

1) Eine entsprechende Darstellung findet sich bei Aschenbrenner, P., a.a.O., S. 8.

b) Kritik

Auf den ersten Blick erscheint der vorstehend wiedergegebene und erweiterte Gedankengang einleuchtend. An der Argumentation als solcher ist nichts auszusetzen. Dennoch genügt sie einer wirtschaftlichen und praxisnahen Betrachtungsweise nicht. Die zugrundeliegende Idee ist zu sehr aufgebauscht, als daß sie als stichhaltiger Beweis für die Berechtigung des Termingeschäftes gelten könnte - zumal für sich allein gestellt. Gar zu einfach darf eine Abhandlung über den Zeithandel nicht angelegt sein, sonst verliert sie an Wert.

Bereits aus der Technik der Abwicklung der Terminorders resultiert ein Widerspruch. An den deutschen Effektenbörsen betrug nämlich die Laufzeit von Terminabschlüssen normalerweise höchstens 1 1/2 Monate ¹⁾. Diese kurze Frist verschlechtert aber die Eignung des Zeithandels für antispekulative Engagements im obengenannten Sinne beträchtlich. Erfährt jemand, um auf das Beispiel zurückzukommen, etwa im März, daß er am 31. August DM 10.000.-- erhält, kann er frühestens am 16. Juli per Ultimo August einkaufen. Ist ihm damit viel gedient? Von März bis Juli hat sich möglicherweise das Kursniveau längst nach oben verschoben, während anschließend eventuell die sommerliche Ruhepause eintritt. Schon der höheren Kosten des Termingeschäftes wegen ist es dann unter Umständen zweckmäßiger, auf den Eingang des Betrages zu warten und sich per Kasse einzudecken. Wie dem auch sei, die äußere Organisation des Zeithandels schränkt den Kurssicherungsspielraum erheblich ein.

Noch eine zweite Folgerung ist aus den üblichen Geschäftsprinzipien zu ziehen. Gemäß § 54 des Börsengesetzes sind Ansprüche einer Bank aus Termingeschäften gegen Privatpersonen nur insoweit klagbar, als sie durch Geld oder Wertpapiere gesichert sind. Wollte also der genannte Pri-

1) Vgl. die Ausführungen auf S. 31

vatier per Termin kaufen, müßte er seiner Bank zunächst eine entsprechende Deckung geben. Verfügt er über den erforderlichen Geld- oder Effektenbetrag, bleibt ihm der Erwerb per Termin unbenommen. Die erwartete Summe kann jedoch nicht als Sicherheit eingesetzt werden, weil die Deckung in Form einer Zession o.ä., auch wenn sie durchführbar wäre, nach dem Wortlaut des Gesetzes nicht in Frage kommt. Daher ist Privatpersonen eine vorzeitige Anlage ausständiger Geldbeträge auf dem Terminmarkt verwehrt. Eine derartige Möglichkeit steht nur den unter § 53 BÖG fallenden Personenkreisen zu, d.h. fast ausschließlich eingetragenen Kaufleuten sowie Ausländern. Winter denkt dagegen zweifellos auch an das Publikum. Für die Berufsspekulation gelten ja ohnehin andere Gesichtspunkte.

Weiterhin bleibt es offen, ob im Wertpapierhandel tatsächlich ein dringendes Bedürfnis nach Kurssicherung besteht. Im Gegensatz zum Waren- und Devisenterminhandel ist die Notwendigkeit zur Risikominderung im Effektenzeitgeschäft nicht sofort einzusehen. Während sich die künftigen Preise der eingekauften und abgesetzten Produkte (auch die Devisenkursschwankungen kommen letzten Endes im An- oder Verkaufspreis der betreffenden Güter zum Ausdruck und beeinflussen diese) auf die laufenden Dispositionen und Planungen des Handels und der Produktion auswirken und somit ständig irgendwie zur Geltung kommen, sind die Gelegenheiten, in denen Geldbeträge bereits im voraus möglichst sicher in Papieren investiert werden sollen, vergleichsweise selten ¹⁾. Wenn ein Wertpapierinteressent nach ein paar Monaten um einige Punkte teurer einkaufen muß, ist dies im ganzen gesehen unerheblich. Hat aber eine große Spinnerei bei festen Verkaufserlösen für die benötigten Ballen Baumwolle wesentlich mehr als geplant anzulegen, entstehen weitreichende Folgen. Auch die Spinnerei täuscht sich vielleicht in der Einschätzung

1) Gleicher Ansicht ist Sommerfeld, H., a.a.O., S. 18.

der künftigen Preisentwicklung, was sie jedoch durch den Terminabschluß erreicht, ist eine gesicherte Rechenbasis.

Man erwehrt sich nicht ganz des Eindrucks, daß manchmal beinahe um jeden Preis nach Gründen zur Rechtfertigung des Termingeschäftes gesucht wird. In der Absicht, unter allen Umständen dessen Vorteile nachzuweisen, werden Schlüsse gezogen, die den äußerlich zwar sehr ähnlichen, inhaltlich aber verschiedenen Gebieten des Waren- und Devisenzeithandels entsprechen ¹⁾. Prinzipiell besteht zwischen dem Effektermingeschäft auf der einen und dem Waren- oder Devisentermingeschäft auf der anderen Seite nur hinsichtlich Form und Technik eine Verwandtschaft, aber nicht bezüglich des von den Partnern verfolgten Zieles. Obwohl sich an den Waren- und Devisenterminbörsen mitunter auch reine Preisspekulationen abspielen - ganz lassen sich derartige Vorgänge nie vermeiden - in erster Linie haben die beiden Märkte die Aufgabe, das Risiko des effektiven Handels einzuschränken. Das Termingeschäft in Wertpapieren ist jedoch vor allem ein Mittel zur Erleichterung der Spekulation.

5. Der Terminhandel in Wertpapieren - ein Bankgeschäft

Der Handel mit Effekten, sowohl per Termin als auch per Kasse, ist ureigenstes Arbeitsgebiet der deutschen Geschäftsbanken. Da nach den Börsenbestimmungen nur einem eng begrenzten Personenkreis die unmittelbare Beteiligung am Wertpapierhandel gestattet ist, muß sich der weitaus größte Teil der Spekulanten und Anleger der Banken als Vermittler bedienen. Die Kreditinstitute treten dabei als Kommissionäre mit Selbsteintrittsrecht oder als Eigenhändler auf. Von einer Vermittlungstätigkeit kann allerdings, streng genommen, nur bei der Ausführung einer Kom-

1) Auch Max Weber hält hierbei eine Unterscheidung zwischen Effektenmarkt einerseits und Waren- bzw. Devisenmarkt andererseits nicht für erforderlich. A.a.O., S. 308 f.

mission gesprochen werden. Auf das Grundsätzliche des Problems hat jedoch die juristische Form des Erfüllungsgeschäftes keinerlei Einfluß.

In der Bankbetriebslehre ist es üblich, die Aufgaben der Kreditinstitute nach Aktiv-, Passiv- und Dienstleistungsgeschäften zu unterscheiden ¹⁾. Effektingeschäfte zählen normalerweise zur letztgenannten Sparte; die den Terminhandel betreffenden Operationen also ebenfalls. Speziell die Wertpapiergeschäfte lassen sich aber nur unter Vorbehalten und nicht generell den indifferenten Dienstleistungen zurechnen, weil bei ihnen häufig eine enge Verbindung mit aktiver Banktätigkeit zu verspüren ist. Die Dienstleistung in Form der Ausführung eines Wertpapierkauf- oder -verkaufauftrages erfolgt oft in einem Zuge mit der Gewährung eines Kredites. Diese Kombination bietet sich geradezu an, denn Wertpapiere sind eine der besten und beliebtesten Sicherheiten. Vor allem das Effektingeschäft ist ohne den Hintergrund der Kreditgewährung kaum denkbar.

Es liegt auf der Hand, daß die Haltung der Banken gegenüber dem Wertpapiertermingeschäft meist anders ist, ja anders sein muß, als die eines neutralen Beobachters. Wenn eigene, in Geld meßbare Vorteile berührt werden, ist immer die Gefahr einer voreingenommenen, subjektiven Beurteilung gegeben. Es besteht zwar keinerlei Anlaß, der Bankwelt unlautere Motive zu unterstellen, aber zugleich wenig Grund zur Annahme, daß diese ihren Vorteil nicht zu wahren wüßte. Auch ist zuzugeben, daß die Tätigkeit in den Banken durch die erneute Einführung des Wertpapierzeithandels wiederum interessanter und lebendiger würde, weshalb die Angestellten in den Effektenabteilungen und sonstigen Büros den entsprechenden Plänen größtenteils positiv gegenüberreten.

1) Vgl. etwa Hintner, O., a.a.O., S. 361 f.

a) Der Terminhandel eröffnet den Banken Anlage-, Einnahme- und Einflußmöglichkeiten

Zu den Obliegenheiten der Banken gehört es, die bei ihnen angesammelten Beträge verbend anzulegen. In welcher Form dies geschieht, zeigt sich auf der Aktivseite ihrer Bilanzen und wird weitgehend durch die Struktur der Passiva bestimmt. In kaum einem anderen Wirtschaftszweig ist der Zusammenhang der Aktiv- und Passivposten der Bilanz so eng und fast gesetzmäßig wie bei den Kreditinstituten. Nirgends ist die Art der betriebenen Geschäfte ähnlich leicht aus der Bilanz zu ersehen. Die Politik der Anlage der eigenen und noch mehr der fremden Mittel hat schwerwiegende Folgen für das betreffende Institut, obgleich sich bis heute eine etwas freiere Auffassung durchgesetzt hat und von der "goldenen Bankregel" oft abgewichen wird. Ein hohes Maß an Aufmerksamkeit ist erforderlich, weil die Anlagemöglichkeiten Schwankungen unterworfen sind, was ständig neue Dispositionen bedingt. Perioden, in denen die Banken die an sie herangetragenen Wünsche nur teilweise erfüllen können, wechseln ab mit anderen, in welchen es schwierig ist, Geld zu vertretbaren Zinsen unterzubringen. Die Verflechtung mit der Entwicklung der Wirtschaft, insbesondere dem Auf und Ab der Konjunktur sowie der Konstellation des Geld- und Kapitalmarktes, ist wesentlich.

Die zentrale und überragende Bedeutung in der Aktivpolitik einer Bank fällt den Krediten zu. Abgesehen von einigen Sonderinstituten, ist in den verschiedenen Formen der Kredite, seien es Kontokorrent-, Wechsel-, Lombard-, Hypothekarkredite etc., jeweils der größte Teil der zur Verfügung stehenden Mittel angelegt. Werden auch Nostro Guthaben, Konsortialbeteiligungen und Effektenbestände zu den Krediten gerechnet, verbleibt nur noch ein relativ kleiner Rest. Das Interesse für Wertpapiere ist erheblich. Neben guter Liquidität bietet der Effektenbesitz die Möglichkeit, auf die Emittenten Einfluß zu nehmen,

erfordert aber im Vergleich zu anderen Anlageformen geringe laufende Arbeit. Nicht zu vergessen sind die Einnahmen aus diesem Zweig, die bei den großen Geschäftsbanken in lebhaften Börsenjahren die ausgeschütteten Dividendenbeträge überschreiten, allerdings traditionsgemäß in den Erfolgsrechnungen unvollständig ausgewiesen werden und zur Stärkung der stillen Reserven dienen.

Ohne Zweifel trägt der Wertpapierterminhandel dazu bei, die Anlagemöglichkeiten der Banken zu vermehren bzw. zu verbessern. Es ist unvermeidlich, daß die Höhe der an den Börsen und damit über die Banken abgewickelten Effektenumsätze ständig schwankt, was sich auf die Provisions-einnahmen deutlich auswirkt. Das Jahr 1956 war z.B. ein ausgesprochen ruhiges Börsenjahr und brachte ziemlich mäßige Ergebnisse. Solange ausschließlich der Kassahandel erlaubt ist, lassen sich derartige Ungleichheiten kaum beeinflussen. Besteht dagegen auch ein Terminmarkt, existiert zumindest die Chance, daß die lauen Zeiten sich auf die Ertragslage nicht so stark auswirken. Denn in der Baisse ist ein lebhafter Handel ebenfalls denkbar, und den Banken ist es im allgemeinen gleichgültig, ob ihre Provisionen aus Hausse- oder Baissepositionen stammen. Außer zu einer besseren Kontinuität und Nachhaltigkeit der Erträge führt der Zeithandel infolge der Ausdehnung der Spekulation insgesamt zu höheren Überschüssen.

Der Zeithandel bedarf der Mitwirkung der Kreditinstitute, weil "die Spekulation ohne Kredit selten starke Formen annehmen kann" ¹⁾. Diese Feststellung von Schmidt widerspricht dem Wesen des Termingeschäftes durchaus nicht. Da nämlich an den Liquidationsterminen viele Engagements noch nicht beendet, d.h. durch Gegengeschäfte bis auf die verbleibende Kursdifferenz glattgestellt sind, müssen sie prolongiert werden. Verfügt die Spekulation nicht selbst über die erforderlichen Mittel, ist eine Prolongation nur

1) Vgl. Schmidt, F., a.a.O., S. 95.
Ähnlich Prion, W., a.a.O., S. 85

möglich, wenn der Haussier die Kaufsumme, der Baissier die nötigen Stücke kreditiert erhält. Wer sollte aber sonst über Geld- und Wertpapierbeträge disponieren können, wenn nicht die Banken? Neben den Geld- und Stückekrediten von seiten der Kreditinstitute gibt es zwar noch eine Kreditgewährung der Spekulanten untereinander, etwa zwischen einem Baissier und einem Haussier. Die Liquidationskassen schalteten sich ebenfalls gelegentlich ein und legten ihre Mittel zinsbringend an. Jedoch wurde die Mehrzahl der Prolongationskredite stets von den Banken gewährt ¹⁾.

Kredite an die Hausse sind die geeigneten Formen, um flüssige Gelder angemessen einzusetzen. Nicht nur, daß damit bei fehlender anderweitiger Kreditnachfrage brachliegende Beträge verzinslich untergebracht werden, Börsenkredite sind auch sehr beliebt. Sie haben kurze Laufzeiten - bis zum folgenden Liquidationstag - und sind durch die zugrunde liegende Reportierung gut gedeckt. Ähnlich verhält es sich mit den Stückekrediten an die Baissiers. Durch sie werden die bankeigenen Wertpapierbestände rentierlich verwendet. Vorübergehend werden sie zwar abgestoßen, da der Baissier aber die Verpflichtung übernimmt, sie per nächsten Termin zurückzugeben, bleiben sie der Bank erhalten. Alle Transaktionen erfolgen ohne viel Mühe, mit wenigen Buchungen, bei sehr guter Sicherheit für den Kreditgeber.

Schließlich ist zu erwähnen, daß sich die Banken für eigene Rechnung am Terminmarkt betätigen; zu denken ist hierbei auch an die mit dem Publikum vereinbarten Geschäfte, welche schon allein aus Sicherheitsgründen weitere Abschlüsse zur Folge haben. Obwohl keine statistischen Aufzeichnungen vorliegen, dürfte ziemlich sicher sein, daß die Engagements der Kreditinstitute zu jeder

1) Dabei ist es im Prinzip unerheblich, ob die Prolongationskredite als Reportkredite oder als Ultimogelder ausgereicht werden.

Zeit einen beachtlichen Umfang erreicht haben. Ebenso wie für sonstige Börseninteressenten ist es für die Banken nicht unwichtig, daß Terminoperationen in der Regel nur geringe Beträge binden. Daß ihre Spekulationen von vornherein mehr Aussicht auf Erfolg haben als die der übrigen Akteure, liegt daran, daß sie u.a. auf Grund der Kundschaftsaufträge ständig einen genauen Einblick in die Entwicklung des Marktes erhalten. Weiterhin sind sie infolge ihrer Sachkenntnis und des engen Kontaktes zur Börse und Liquidationskasse in der Lage, viel schneller auf eventuelle Veränderungen zu reagieren, d.h. gegebenenfalls bei sich abzeichnender Stückeverknappung rechtzeitig für Deckung zu sorgen, die Gewinne zu realisieren etc.

Die Anlagemöglichkeiten, welche der Effekterminhandel den Geschäftsbanken bietet, haben eine sehr bedeutsame Nebenerscheinung. Zwangsläufig bewirkt die weitgehende Abhängigkeit der Terminbörse, wie der gesamten Wertpapierbörse, von den Geldinstituten, daß diese einen erheblichen Einfluß auf das Börsengeschehen auszuüben vermögen. Als unmittelbare Ursachen sind einmal die umfangreichen eigenen Terminengagements der Banken, zum anderen die Regulierung des Ausmaßes und der Konditionen für Geld- bzw. Stückekredite an die Spekulanten anzusehen.

Am wirksamsten ist die letztgenannte Möglichkeit, also die Modifizierung und Steuerung der Börsenkredite. Durch großzügige Bewilligung von Prolongationsbeträgen wird die Spekulation der berufsmäßigen Hausiers und Baissiers gestärkt, durch restriktive und selektive Haltung der Banken dagegen gedrosselt. Auch die Spekulationsfreudigkeit des Publikums ist auf diese Weise zu variieren. Sie hängt ab von der Anzahl der Abschlüsse, welche die Banken ermöglichen, sowie von der Höhe der geforderten Einschüsse.

Neben der rein mengenmäßigen Veränderung des Kreditvolumens bestehen zwei weitere Ansatzpunkte für eine bewußte Börsenpolitik. Dauer und Kosten der Spekulationskredite

sind nämlich im Termingeschäft von wesentlicher Bedeutung. Wird ein Prolongationskredit nur für eine einzige Abrechnungsperiode gegeben und eine Verlängerung bereits von vornherein ausdrücklich ausgeschlossen, wird die längerfristige Spekulation erschwert. Noch viel schärfer ist der Effekt, wenn aus irgendwelchen Gründen der Kredit gekündigt wird, obwohl der Spekulant mit dessen Prolongation gerechnet hatte. Einen beachtlichen Faktor bilden zudem die Kreditzinsen, die in Verbindung mit den sonstigen Kosten eine genaue Kalkulation über die Rentabilität eines Engagements erforderlich machen. Aufgrund ihrer variablen Höhe, die von den jeweiligen Geld- und Kapitalmarktsätzen abhängt, ist die Rechnung für den Börsianer nicht einfach und häufig riskant. Gegenüber Zinsänderungen sind die Spekulationen sehr empfindlich. Gerade hier hat auch die Zentralbank unter Umständen gewisse Ansatzpunkte, um ihren eigenen Vorstellungen über die Kursentwicklung Ausdruck zu verleihen; Änderungen des Diskontsatzes und der Mindestreserven sowie sonstige Restriktionsmaßnahmen werden von den Geschäftsbanken zumeist unvermittelt an die Spekulation weitergegeben.

b) Die Gefahren des großen Einflusses der Banken

Allgemein erfreuen sich die Kreditinstitute eines hohen Ansehens. Die Art ihrer Geschäfte und Geschäftspraktiken gilt als äußerst korrekt. Eine Bank ist sozusagen das Musterbeispiel für Genauigkeit und Zuverlässigkeit. Wäre es nicht so, könnten die Bankfirmen ihre mannigfachen Aufgaben nicht hinreichend erfüllen, weil sie in viel stärkerem Maße als andere Wirtschaftseinheiten vom Vertrauen ihrer Partner abhängig sind. Die Organisation der größeren Banken ist ausgefeilt. Perfektion wird geübt, Improvisation so gut wie ausgeschlossen. Wenn ein privates Unternehmen annähernd mit einer Behörde zu vergleichen ist, dann ein Geldinstitut. Ein Charakteristikum dafür ist es vielleicht, daß die Bediensteten einer Bank von

Außenstehenden, aber auch im internen Betrieb, häufig als "Beamte" bezeichnet werden.

Diese tief verwurzelte Ansicht ist begründet. Wer jedoch Gelegenheit hatte, sich in mehrjähriger Praxis mit den Verhältnissen der Bankwelt eingehend vertraut zu machen, dem muß es gestattet sein, sich über verschiedene Vorgänge eine eigene Meinung zu bilden. Auch in der Bank arbeiten keine Roboter. Die Qualität des Personals ist dort nicht besser als anderswo. Fehler treten überall auf und - was sehr wesentlich ist - solange eine Unternehmung erwerbswirtschaftlich geführt wird, geht das eigene Wohl dem des Kontrahenten vor. Besonders im Wertpapiergeschäft bieten sich vielerlei Möglichkeiten, den eigenen Vorteil zu wahren und dabei den Interessen der Kunden zumindest nicht offensichtlich zu schaden. Während ein Großteil der sonstigen Bankgeschäfte für den Auftraggeber relativ gut zu überblicken und zu kontrollieren ist, bleibt der Bank auf dem Sektor der Effektenorders eine weite Spanne für Ermessensentscheidungen.

Zudem birgt die weitgehende Einflußnahme der Kreditinstitute auf das Börsengeschäft große Gefahren. Sicher, den Banken ist ein enger Kontakt zur Börse, der Voraussetzung und Folge ihrer Aufgaben darstellt, nicht zu verwehren. Ihr sachverständiger Rat und ihre tatkräftige Mitarbeit sind nicht nur erwünscht, sondern dringend erforderlich. Stets müssen jedoch die Grenzen bekannt sein und eingehalten werden. Nur unter dieser einen Bedingung wird das Verhältnis zwischen Börsen und Banken auf die Dauer erfreulich und für beide Teile nutzbringend sein. Änderungen und Verbesserungen auf verschiedenen Gebieten wären deshalb erwünscht.

aa) Über die Wertpapierberatung durch die Kreditinstitute

Vor allem scheint es angebracht, die Wertpapierberatung

der Banken etwas unter die Lupe zu nehmen. Der berufsmäßige Effektenhandel wird kaum einer entsprechenden Anleitung bedürfen - womit nicht gesagt sein soll, daß er für gelegentliche Tips nicht ebenfalls aufgeschlossen ist - um so mehr aber die großen und kleinen privaten Spekulanten und das Anlegerpublikum. Hier obliegt den Kreditinstituten eine erhebliche Verantwortung, der sie bzw. ihre Angestellten sich nicht immer voll bewußt sind. Auch wenn manche Kunden auf die Hinweise ihres Beraters schwören, ist nicht alles so einwandfrei, wie es sein könnte und sollte. Selbst bei Berücksichtigung der Tatsache, daß eine Beratung stets mehr oder minder subjektiv sein muß, ist nicht anders zu urteilen.

Manchmal muß bedauerlicherweise festgestellt werden, daß das Fachwissen verschiedener Sachbearbeiter wenig fundiert ist ¹⁾. Charmantes Auftreten, an der Oberfläche bleibendes Gereile und selbstbewußtes Aufstellen von unabweisbaren Behauptungen genügen vielfach, mittelmäßige Kunden zu befriedigen. Dazu wird häufig mit Begriffen operiert, von welchen kaum eine Ahnung existiert. Als besonders eindrucksvoll gilt es regelmäßig, das Schlagwort "stille Reserven" zu gebrauchen. Nicht wenigen Bankbeamten mangeln sehr wichtige sachliche Voraussetzungen für eine Beratungstätigkeit. So sind eingehende Kenntnisse der Bilanzkunde und des Aktienrechtes selten zu finden. Man darf sich doch nicht darauf verlassen, daß für derartige Probleme betriebswirtschaftliche, volkswirtschaftliche und juristische Abteilungen vorhanden sind. Doch auch spezielle Verhältnisse des Aktienmarktes, der einzelnen Firmen usw. sind nicht immer im erforderlichen Umfange bekannt. Vom Produktionsprogramm, der Marktstellung und den Entwicklungschancen vieler Industrieunternehmen herrschen oftmals falsche Vorstellungen. Der Eindruck, daß diese Materie für Bankleute grundsätzlich fremd

1) Die Kritik betrifft insbesondere das Personal in den Provinzfilialen der Groß- und Regionalbanken, nimmt jedoch die übrigen Angestellten nicht aus.

ist, entschuldigt eine unzutreffende Information der Kunden nicht. Den Banken ist deshalb zu empfehlen, der Aus- und Fortbildung sowie der Auswahl ihres Personals vermehrte Aufmerksamkeit zu widmen.

Zum Teil ist auch die persönliche Einstellung der einzelnen Angestellten zu ihrer Aufgabe mangelhaft. Beraten heißt, Auskünfte, Aufklärungen, Hinweise, Tips etc. geben, aber nicht, den Kunden zum Kauf oder Verkauf zu überreden. Letztere Auffassung trifft man jedoch gelegentlich an. Die Entscheidung ist generell dem Beratenen zu überlassen und darf ihm nicht von vornherein nahegelegt werden. Ungenügend informierte und unselbständig veranlagte Personen geraten andernfalls unter eine Art von geistigem Zwang. Dennoch ist darauf hinzuweisen, daß seit Jahren so gut wie keine Regreßansprüche gegen die Banken geltend gemacht wurden, obwohl die Berufung auf § 676 BGB vielleicht nicht immer Erfolg gehabt hätte. Freilich, würde sich die Aktivität der Beratung vermindern, wären die Einnahmen der Banken und auch die Provisionen der Berater nicht so hoch ¹⁾. Besonders gefährlich scheint es zu sein, daß verschiedene Effektenberater auf Depotkonten von Geschäftsfreunden Vollmacht besitzen und die ihnen anvertrauten Wertpapierbestände nach eigenem Ermessen in gewissen Abständen umschlagen.

Im Grunde wissen die mit der Kundenberatung betrauten Angestellten über die Kursentwicklung nicht mehr, als in Tageszeitungen, Börsenblättern und sonstigen Publikationen zu lesen ist. Informationen, welche die Direktion über nahestehende Gesellschaften erhält, etwa über geplante Kapitalerhöhungen, Sanierungen etc. gelangen nicht an den Effektenschalter. Die dort Beschäftigten sind in gleicher Weise auf die Presse angewiesen wie jeder andere. Weiterhin ist der Kontakt zur Börse lange nicht so eng,

1) Es darf als sicher angenommen werden, daß die hauptberuflichen Berater einen Anteil an den Provisionseinnahmen ihrer Bank erhalten, und zwar im Verhältnis der von ihnen vermittelten Geschäfte.

wie angenommen wird, denn Börsenabteilung und Effektenberatung sind, wenigstens in Großbanken, meist getrennt und arbeiten nicht immer reibungslos zusammen. Die an die Kundschaft weitergegebenen Tips stammen also bestenfalls aus zweiter Hand. Allerdings haben die Berater genügend Zeit und Gelegenheit, sämtliche einschlägigen Veröffentlichungen zu studieren.

Leider kennen nur wenige Depotkunden die internen Zusammenhänge, sonst wäre der Erfolg der Beratungstätigkeit, ausgedrückt in Provisionsbeträgen, wahrscheinlich nicht so groß. Zweifellos steht fest, daß die Gefahren, die sich daraus ergeben können, nicht zu unterschätzen sind. Sie sind um so größer, je mehr sich das Publikum am Börsengeschäft beteiligt. Das gilt für das derzeit übliche Kassageschäft und für eine eventuelle Wiederaufnahme des Terminhandels in gleicher Weise.

bb) Die möglichen Interessenkollisionen

Die Banken haben ein lebhaftes Interesse an rentierlichen Effektenengagements ihrer Kunden. Je mehr die Geschäftsfreunde verdienen, desto stärker wird deren Beteiligung am Handel sein. Andererseits verfolgen die Kreditinstitute an der Börse eigene Ziele. Sie sind bestrebt, sowohl die Aufträge der Kunden möglichst korrekt auszuführen als auch die eigenen Operationen vorteilhaft abzuwickeln. Aus dieser Doppelstellung als Vermittler und Eigenhändler können Konflikte entstehen. Da trotz aller natürlichen Präferenz für das Eigeninteresse die besondere Funktion der Bank im Auge behalten werden muß, ist diese Frage nicht immer leicht zu beantworten. Dennoch soll die Problematik nicht übertrieben werden. Daß sie aber tatsächlich existiert, vor allem im Verhältnis zu Großkunden, unterliegt keinem Zweifel.

Ist eine Bank beispielsweise in einem Papier à la hausse

engagiert, liegt ihr verständlicherweise daran, daß niemand ihre Pläne erkennt und durchkreuzt. Andere Spekulanten sollen erst dann in derselben Richtung operieren, wenn sie selbst bereits an die Realisierung ihres Gewinnes denkt, also Gegengeschäfte abschließt. Zu dem Zeitpunkt ist es erwünscht, Käufer zu finden. Schon aus dieser Überlegung heraus wird die Börsenabteilung sich hüten, über Eigengeschäfte anderen Abteilungen gegenüber etwas verlauten zu lassen, am allerwenigsten dem Effektenberatungsschalter entsprechende Tips zu geben. Der für die Nostrobestände Verantwortliche weiß zwar um den Stand der Kundenorders, der Kundenschalter erfährt aber umgekehrt kein Wort über die Chancen, die wahrzunehmen wären, deren Verfolgung sich die Geschäftsleitung aber selbst vorbehält. Um Interessenkollisionen von vornherein aus dem Wege zu gehen, ist eine strenge Trennung der genannten Abteilungen, die allerdings Informationen nach beiden Seiten unterbinden sollte, von Vorteil; den Wert der Beratung erhöht sie jedoch nicht.

Verlockend wäre es, durch Hinweise an den Effektenschalter sowie die Außenstellen (Zweigstellen, Filialen etc.) die eigenen Bestrebungen zu unterstützen, etwa in der Form, daß man bestimmte Papiere, an deren Absatz- und Kursentwicklung Interesse besteht, als besonders preiswert empfiehlt. In der Tat legt die Direktion von Zeit zu Zeit den zuständigen Stellen nahe, für spezielle Werte intensiver zu werben. Es ist das gute Recht der Kreditinstitute und gehört zugleich zu ihrem Aufgabenbereich, die Kunden auf sich bietende Möglichkeiten aufmerksam zu machen. Sofern die Methoden fair bleiben und zu den betreffenden Objekten guten Gewissens geraten werden kann, ist daran nichts auszusetzen. Geschäftspraktiken werden aber zweifelhaft, wenn zu sehr an den eigenen Nutzen gedacht wird.

Kundenaufträge lassen sich noch auf eine andere Art für eigene Zwecke einspannen. Zum Teil liegt es nämlich im

Ermessen der Bank, an welchem Tage die Orders an die Makler gegeben werden. Bei schriftlich erteilten Anweisungen stößt eine Verschiebung bis zur nächsten, vielleicht sogar übernächsten Börse kaum auf Schwierigkeiten, da der Absender die Zeit des Posteinganges nicht genau kennt. Was die mündlichen oder telefonischen Orders betrifft, können auch diese durch mehr oder weniger genaues Festhalten an den üblichen Annahmefristen zeitlich variiert werden. Innerhalb gewisser Grenzen ist daher eine Bank in der Lage, durch schnellere oder langsamere Ausführung von Publikumsgeschäften die Kurse zu beeinflussen ¹⁾. Hält das Institut an einem bestimmten Tage eine feste Tendenz für angebracht, besteht die Möglichkeit, alle erreichbaren Kaufwünsche an die Börse zu leiten, Verkäufe aber zurückzuhalten. Eine solide Firma wird allerdings von derartigen Manipulationen absehen, weshalb ihnen nur rein theoretische Bedeutung zukommt.

Vielfach werden die Banken ohne Grund kritisiert. Anlaß bieten gerade die mangelnde Überprüfbarkeit ihrer im Kundeninteresse vorgenommenen Ausführungsgeschäfte und die weitgehende Ermessensfreiheit. Zu denken ist an die fortlaufenden Notierungen, aber auch an den Leihhandel. Wie soll sich der Börsenvertreter verhalten, wenn ein größerer Auftrag vorliegt, der in mehrere Schlüsse aufgeteilt werden kann? Soll er gleich zu Beginn der Börse den gesamten Posten aufgeben, soll er erst die Entwicklung abwarten und später im ganzen abschließen oder soll er in Teilbeträgen kaufen bzw. verkaufen? Die letzte Möglichkeit ist unter Umständen für den Kunden die günstigste, führt jedoch nicht selten zu Unzuträglichkeiten. Ein nicht sachkundiger Auftraggeber versteht es nicht, wenn ihm für einzelne Teilsummen unterschiedliche Kurse (die bei mehreren Schlüssen meist unvermeidlich sind) berechnet werden. Weil die Banken unberechtigte Vorwürfe ver-

1) Voraussetzung ist natürlich, daß, wie es etwa in München zutrifft, das Institut einen großen Teil, vielleicht 20 bis 25 Prozent, der Börsenumsätze erfaßt.

meiden wollen, werden daher solche Orders nach Möglichkeit auf einmal erledigt.

Eine weitere Schwierigkeit ergibt sich daraus, daß die Bank im Effektingeschäft für viele Kunden tätig ist. Jeder erwartet gewissenhafte Bedienung. Was aber dann, wenn ein potenter Geschäftsfreund in einem Papier sehr stark à la hausse engagiert ist, die Bank ihn vielleicht durch Kredite etc. unterstützt? Soll sie einem anderen Kunden, der in großem Stil à la baisse eingestellt ist, dieselbe Hilfe angedeihen lassen? Auch hier wird die Antwort genau zu überlegen sein und davon abhängen, welchen Wert die beiden Kontrahenten für das Institut haben. Ob die Interessen aller Partner gleichzeitig und im gleichen Maße wahrgenommen werden können, scheint zweifelhaft. Ein Beispiel aus jüngster Zeit, das zwar nicht dem Börsenverkehr entnommen ist, nämlich die Sanierung der Bayerischen Motoren-Werke, beweist, daß die Banken nicht immer ganz neutral entscheiden ¹⁾.

Nur selten werden sich bei derselben Bank in einem Papier zwei bedeutende gegensätzliche Positionen treffen. Öfters dürfte schon der Fall eintreten, daß einem großen Engagement mehrere kleinere gegenüberstehen. Es ist möglich, daß die Sympathie der Bank dem großen Spekulanten gilt, weil dieser für sie wertvoller ist. Da die Zeit des Termingeschäftes in Deutschland weit zurückliegt, lassen sich kaum mehr derartige Vorkommnisse rekonstruieren. Die Haltung der Banken hat sich aber bis heute nicht grundsätzlich geändert. Wenn der Auftrag einer großen Firma vorliegt, zur Abrundung ihres Einflußbereiches alle erhältlichen Aktien einer anderen Gesellschaft aufzukaufen, haben es die übrigen Kunden, wie die Praxis zeigt, schwer, ebenfalls im gewünschten Maße befriedigt zu werden. Kurse mit dem Zeichen "bG" (= bezahlt und Geld) geben immer die ausreichende Erklärung und Entschuldigung.

1) Ganz offensichtlich wollte doch die Deutsche Bank die Daimler-Benz AG zu Lasten der BMW-Aktionäre begünstigen.

Aller Wahrscheinlichkeit nach sind die Konfliktsmöglichkeiten im Termingeschäft noch zahlreicher als im Kassageschäft. Die einfachere und flüssigere Abwicklung des Zeithandels gestattet schon aus rein technischen Gründen einen schnelleren und häufigeren Wechsel der Positionen und damit der Interessenlagen. Im Prinzip ist jedoch die Problematik unabhängig von der Art des Ausführungsgeschäftes.

cc) Zur Problematik der Börsenkredite

Es wurde bereits untersucht, welcher Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Börsenkurse und der Kreditgewährung besteht ¹⁾. Die Abhängigkeit der Notierungen von dem verfügbaren Ausmaß und den Kosten der Kredite liegt in zwei Ursachen begründet. Einmal orientiert sich die Börse normalerweise an der Entwicklung des Zinsgefüges. Renditeüberlegungen bilden neben dem Sachwertdenken den Hauptbestimmungsfaktor für die Kurse. Andererseits bestimmt das jeweilige Kreditvolumen insbesondere den Umfang der Spekulation. Beide zusammen beeinflussen die Angebots-Nachfragekonstellation des Effektenmarktes in erheblichem Umfange ²⁾.

Grundsätzlich unterscheidet sich die Wirkung von Geldkrediten für das Kassa- und das Termingeschäft nicht. Sie kurbeln die Nachfrage an und gestatten es, die Engagements länger durchzuhalten, wirken also insofern zugleich angebotsmindernd (Stückekredite an die Baisse und deren ange-

1) Vgl. oben S. 50 f.

2) Es wird berichtet, daß die Reports und Lombards der deutschen Banken zeitweise bis zu 25 Prozent des Kurswertes sämtlicher an der Berliner Börse zugelassenen Aktien erreichten. Vgl. Benning, B., Der "Schwarze Freitag", Eine Untersuchung des Börseneingriffes vom 13. Mai 1927, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Jena 1929, S. 116.

Aufschlußreich sind auch die Zahlen bei Veessenmayer, E., a.a.O., S. 246.

botssteigernder Effekt bleiben hier außer Betracht).

Wenn trotz oder infolge von Krediten das Börsengeschäft in normalem Rahmen verläuft und die Kurse nicht übersteigert werden, ist nichts einzuwenden. Im Gegenteil ist es sogar erwünscht, daß die Börsengeschäfte flott und zügig abgewickelt werden, d.h. eine ausreichende Zahl von Interessenten vorhanden ist. Doch was ist unter normaler Entwicklung sowie vertretbarer Kurshöhe zu verstehen, wann beginnt die Überspitzung? Pessimisten und Optimisten gibt es zu jeder Zeit; die einen halten einen Kurs von 700 % für die Daimler-Benz-Aktie bereits für zu hoch, die anderen eine Notiz von 7000 % noch für tragbar. Auch in weniger extremen Fällen sind sich die Experten über die jeweils angemessene Höhe der Kurse durchaus nicht einig. Stets wird von neuem versucht, die jeweils erreichten Kurse zu rechtfertigen ¹⁾.

Die Nachfrage, welche durch Kredite auf dem Terminmarkt geschaffen wird, entspringt nicht einem tatsächlichen Bedarf an Wertpapieren. Nur ein verschwindend kleiner Teil der Kredite dient Anlagezwecken, der große Rest jedoch der reinen Spekulation. Eine Haussespekulation ist aber lediglich dann erwünscht oder wenigstens ungefährlich, wenn sie die Verhältnisse verbessert, den Bedürfnissen des Marktes entspricht und/oder gleichzeitig in genügendem Maße Baissiers zum Verkauf bereit sind. Hier stößt die Spekulation gelegentlich an ihre Grenze. Im Termingeschäft ist der Spielraum zwar erheblich größer als im Kassageschäft, weil theoretisch, wie durch Nell-Breuning betont, eine unbegrenzte Zahl von Leerkäufen denkbar ist, wenn sich nur stets Leerverkäufer finden ²⁾. Doch dort wird durch die Praxis ebenfalls ein Limit gesetzt. Göppert

1) Besonders unter amerikanischem Einfluß kommen dabei auch in Deutschland neue Gesichtspunkte zur Geltung.

2) A.a.O., S. 188. Nell-Breuning hält diese Tatsache für ungefährlich, weil nach seiner Meinung der "Terminhandel nicht so sehr ein Handel mit Ware als ein Handel mit Kontrakten" ist.

stellt fest, daß schon aus rein psychologischen Gründen in der Regel mehr Haussiers als Baissiers vorhanden seien ¹⁾. Die Gefahr des Börsenkredites liegt daher in der Möglichkeit, die Kursentwicklung zu übertreiben. Die Spekulation wird dann zum Selbstzweck. Es ist aber nicht die alleinige Aufgabe der Börse, ein Betätigungsfeld für die Spekulation zu schaffen.

Könnten die Banken durch Steuerung ihrer Kreditgewährung Kursüberhöhungen von vornherein verhindern, wären die Risiken gering. Leider sind die Erfahrungen negativ. Zunächst ist festzuhalten, daß nicht alle Kurssteigerungen auf Börsenkredite zurückgehen. Viel wichtiger aber ist, daß sich das einzelne Geldinstitut nicht ohne weiteres ein zutreffendes Bild vom Ausmaß der Börsenkredite machen kann, da es nur Einblick in seine eigenen Unterlagen hat. Schätzungen gibt es wohl, aber es ist fraglich, wie weit diese zuverlässig sind, zumal die Börsenumsätze nicht bekanntgegeben werden. Allerdings wird ein Schluß von der Struktur der Kredite der eigenen Bank auf die Gesamtlage eine relativ gute Aussagekraft haben, weil im allgemeinen davon auszugehen ist, daß sich eine Veränderung der Nachfrage nach Börsenkrediten bei allen Börsenbanken ungefähr gleich stark auswirken wird. Aber fühlt sich, im Falle zutreffender Informationen, ein einzelnes Institut überhaupt für die Börse verantwortlich? Ist es nicht vielmehr wahrscheinlich, daß der eigene Vorteil vor allgemeine Rücksichten gestellt wird? Bis von einer bestimmten Bank oder von der Gesamtheit der Banken auf freiwilliger Basis irgendeine Aktion gestartet wird, ist es vermutlich reichlich spät. Dafür liefert das Vorgehen der Berliner Stempelvereinigung, das schließlich zum "Schwarzen Freitag" führte, ein charakteristisches Beispiel ²⁾.

So wirksam das Instrumentarium der Notenbank generell sein mag, für eine zweckmäßige Börsenpolitik enthält es nicht

1) A.a.O., S. 57.

2) Vgl. Benning, B., a.a.O., S. 93 f.

die geeigneten Mittel. Aufgrund des Bundesbankgesetzes stünde es zwar in der Macht der Zentralbank, laufende statistische Erhebungen über den Umfang der Börsenkredite durchzuführen. Es ist aber mehr als unsicher, ob eine Verteuerung und mengenmäßige Beschränkung speziell für Ausleihungen an die Börse realisierbar wäre. Ohne Zweifel werden bei allen kreditpolitischen Maßnahmen der Notenbank nicht zuletzt die Börsenkredite betroffen. Damit ist jedoch nicht jeder übersteigerten Hausse die Spitze genommen. Mit anderen Worten: für die Börse wäre zeitweilig ein schärferes und individuelleres Vorgehen erforderlich, weil die Entwicklung der Börse und der Konjunktur nicht übereinzustimmen braucht. Eine psychologische Beeinflussung der Öffentlichkeit, die gelegentlich versucht wird, hat ebenfalls wenig Aussicht auf Erfolg; die Warnungen des Bundesbankpräsidenten im Sommer und Herbst 1959 fanden keinerlei Resonanz. Dringende Empfehlungen an die Geschäftsbanken, etwas zurückhaltender zu sein, wären vielleicht eher angebracht, wenn man schon vor strikten Anweisungen zurückscheut. Bei der im allgemeinen guten Disziplin der Kreditinstitute im Verhältnis zur Notenbank wäre davon unter Umständen ein günstiges Ergebnis zu erwarten.

Angenommen, es gelingt gelegentlich, durch kreditpolitische Maßnahmen der Geschäftsbanken bzw. der Notenbank oder beider zusammen eine übertriebene Hausse in ihre Schranken zu verweisen. Ist damit wirklich der verfolgte Zweck, Kursniveau und -entwicklung zu normalisieren, erreicht? Eine Gewähr dafür besteht keineswegs. Gegebenenfalls ist vielleicht sogar zu befürchten, daß die Tendenz von der Hausse in die Baisse umschlägt - ganz abzusehen von den zwischenzeitig auftretenden Schäden und Schwierigkeiten. Ein Extrem ist aber so wenig erwünscht wie das andere. Wie gefährlich es ist, die Börse mit Hilfe von Änderungen der Kreditversorgung zu beeinflussen, und wie schwer die Folgen vorausgesehen werden können, zeigten die Restriktionsmaßnahmen vom Herbst 1956, welche trotz

aufsteigender Konjunktur eine fast zweijährige Börsen-depression zur Folge hatten, und, um erneut an den "Schwarzen Freitag" zu erinnern, noch deutlicher die Vorgänge im Jahre 1927 ¹⁾. Ein weiteres Beispiel für die übernervöse Verfassung der Börse ist die Reaktion auf die geringfügige Erhöhung des Diskontsatzes um $1/4\%$ auf 3% am 4. September 1959. Zwar konnte damals eine andauernde Baisse vermieden werden, weil die Auftriebsmomente stark überwogen, dennoch waren die Kurseinbrüche zunächst ungewöhnlich.

Nicht nur für tatsächliche Vorgänge ist die Börse sehr empfindlich. Gerüchte und Vermutungen über vermeintlich bevorstehende kreditpolitische Beschlüsse verfehlen ihre Wirkung ebenfalls nicht. Wie sehr fiebert die Spekulation häufig den turnusmäßigen Sitzungen des Zentralbankrates entgegen. Um wieviel mehr mögen derartige Ereignisse den Terminhandel beeinträchtigen.

Die Börsenkredite in jeder Phase richtig zu dosieren, ist unmöglich. Irgendwann muß deshalb eine zwangsweise Angleichung erfolgen. Trotzdem besteht kein Grund, vor diesen noch nicht vollkommen gelösten Problemen die Waffen zu strecken. Die Spekulation, und es handelt sich fast ausschließlich um Spekulationskredite, muß gezügelt werden. Aber dennoch wäre eine genauere Beobachtung der Entwicklung der von den Banken gegebenen Börsenkredite sowie eine bessere Abstimmung mit der Bundesbank zu empfehlen. Eine monatliche Meldung der größeren Institute, auf welche erfahrungsgemäß der Hauptanteil des Effektengeschäftes entfällt, über den Stand der für Börsenengagements ausgereichten Kredite könnte als Grundlage für Konsultationen sowie für rechtzeitige, angemessene und elastische Maßnahmen dienen.

1) Vgl. u.a. Gunzert, R., Effektenmarkt und Konjunkturverlauf, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Jena 1929, S. 20 f.

6. Zur Frage der Bindung von Kapital durch den Wertpapierterminhandel

Schon verschiedentlich wurde untersucht, ob die Spekulation bzw. das Termingeschäft Kapital bindet. Die Meinungen darüber sind durchaus nicht einheitlich. So decken sich die entsprechenden Ausführungen von Adolf Weber ¹⁾, der den größeren nationalökonomischen Zusammenhang behandelt, und von Göppert ²⁾, der den speziellen Fall einer bestimmten Börse im Auge hat, nicht genau. Vielleicht ist die Beurteilung einfacher, wenn von den Auswirkungen der Börse auf die Volkswirtschaft abgesehen und das Termingeschäft für sich allein betrachtet wird.

Es steht fest, daß für den Effektenzeithandel relativ erheblich weniger Mittel erforderlich sind als für das Kassageschäft. Während Kassaabschlüsse sofort zu erfüllen sind, bleibt für die Abwicklung der Terminorders eine Frist bis zum Liquidationstage. Wieviele Käufe oder Verkäufe ein Haussier bzw. Baissier per Termin auch vornimmt, zu zahlen und zu liefern hat er erst nach Ablauf der Abrechnungsperiode. Noch dazu werden im Wege der Kompensation der gegenseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten nur die Spitzen effektiv ausgeglichen. Die Zahl der Kontrakte, die tatsächlich durch Lieferung von Stücken und Überweisung des Gegenwertes - abgesehen von den Kursdifferenzen - ihren Abschluß finden, ist ungleich geringer als die Gesamtheit aller Kaufverträge während einer Periode. Der Kassaspekulant dagegen hat jeden einzelnen Schluß voll zu bezahlen bzw. zu beliefern.

Trotzdem werden auch beim besten bargeldlosen Abrechnungsverfahren immer gewisse Beträge benötigt. Ohne Geld kann am Terminmarkt niemand operieren. Wie bekannt ist, hat der Berufshandel bei der zuständigen Liquidationskasse Einschüsse zu leisten; neben einem Grundbetrag ist ein

1) A.a.O., S. 310 f.

2) A.a.O., S. 57 f.

bestimmter Prozentsatz der Abschlußsummen einzuzahlen. Obwohl die Beiträge im Verhältnis gering sind, werden bei lebhaften Umsätzen dennoch nennenswerte Summen gebunden. Ins Gewicht fallen ferner die Einschüsse, welche die Banken zur Sicherung ihrer Ansprüche vom Publikum fordern müssen. Dabei ist allerdings einzuwenden, daß diese Beiträge nicht brachliegen, sondern von den Geldinstituten jederzeit für beliebige Zwecke kreditiert werden können. Auch den Liquidationskassen stehen Ausleihungsmöglichkeiten, insbesondere an die Spekulation und auf dem Geldmarkt, offen. Bezüglich der Einschüsse, welche die Kreditinstitute selbst zu leisten haben, wäre schließlich u.a. auf die Geldschöpfungstheorie zu verweisen.

Nicht vergessen werden dürfen die Praktiken im Prolongationsgeschäft. Lediglich ein Teil aller Verträge wird am folgenden Liquidationstage beendet, der Rest verlängert. Der Umfang der Prolongationen richtet sich nach der jeweiligen Kursentwicklung. Ein Prolongationsgeschäft kommt aber nur zustande, wenn der Spekulant selbst über den entsprechenden Betrag verfügt oder ihm dieser von einem Partner geboten wird. Wer der Reporteur auch sei, ein anderer Spekulant, eine Bank etc., stets ist für die Dauer der Prolongation eine bestimmte Summe festgelegt und sonstigen Vorhaben entzogen. Zwangsläufig ist der Geldbedarf um so größer, je mehr Engagements verlängert werden.

Die Tatsache, daß die Prolongationen erhebliche Mittel erfordern, ist nicht durch die Behauptung zu bagatellisieren, daß es doch in erster Linie Bankkredite seien, die dafür in Frage kämen. Auch Bankkredite sind nicht beliebig vermehrbar - zu erinnern ist an die Multiplikatorformel, noch mehr aber an Liquiditätsrücksichten, Kreditrichtsätze etc. Nur unter bestimmten wirtschaftlichen Bedingungen sind derartige Ausleihungen indifferent oder sogar günstig zu beurteilen. Bei einer anderen Konstellation bilden sie unter Umständen den Grund dafür, daß vorranglicheren Projekten die Kredithilfe versagt wird.

Dennoch muß erneut betont werden, daß der Zeithandel relativ weit weniger Geld oder Kapital in irgendeiner Form in Anspruch nimmt als der Kassahandel. Ob hinsichtlich der absoluten Höhe der Beträge ebenso zu entscheiden ist, hängt vom Umfang des Börsengeschäftes ab. Für große spekulative Umsätze ist das Termingeschäft besser geeignet, da es auf dem Geld- und/oder Kapitalmarkt geringere Störungen verursacht. Bejaht man die Spekulation, darf diese Tatsache nicht unberücksichtigt bleiben. Es wäre aber verfehlt zu glauben, daß sich die Engagements am Terminmarkt ohne Bar- und Buchgeld abwickeln lassen. Das zu beweisen, gelingt auch Machlup nicht, obwohl seine Argumentation als solche zutrifft ¹⁾. Der Ansicht von Gunzert, daß die Beträge, die im Termingeschäft gebunden werden, "kaum relevant sind" und "... daß eine für die Wirtschaft ungünstige Beeinflussung des Kreditvolumens der Volkswirtschaft durch den Effektenmarkt nicht eintritt", kann daher nicht zugestimmt werden ²⁾. Die an früherer Stelle genannten, von Benning aufgestellten Zahlen lassen eher das Gegenteil vermuten ³⁾.

7. Sonstige Argumente

Ergänzend soll auf einige weniger wichtige Fragen eingegangen werden. Ihre Behandlung ist nicht unbedingt erforderlich, aus Gründen der Vollständigkeit aber zweckmäßig. Auch sie bringen einige interessante Aspekte. Das Problem

1) A.a.O., S. 40 f. Machlup glaubt, daß die Spekulation keine Kapitaldisposition binden und absorbieren könne, weil bei jedem Kauf der Gegenwert dem Verkäufer zur Verfügung gestellt werde. Doch ist ihm zu erwidern, daß das Ausmaß der Terminumsätze nicht an den jeweiligen Stückevorrat gebunden ist. Nicht nur der Handel mit Stücken wird kreditiert, sondern auch der "Handel mit Kontrakten" (Nell-Breuning, a.a.O., S.188). Außerdem erfordert jede Abwicklung eine gewisse Zeitspanne.

2) A.a.O., S. 46 und S. 50.

3) Vgl. oben S. 124

des Effektentermingeschäftes kann keineswegs von zu vielen Seiten beleuchtet werden. Dagegen birgt eine nur bruchstückweise Betrachtung in sich bereits die Gefahr mangelnder Klarheit und Aussagefähigkeit. Wie für die meisten Beiträge in der Literatur lassen sich auch hier die Wurzeln teilweise bis auf die Börsenenquete zurückverfolgen.

- a) Der Effektenterminhandel - ein legales Betätigungsfeld für den stets vorhandenen Spekulationstrieb

Oftmals wird das Börsengeschäft als eine Art von Glücksspiel angesehen, und diese Anschauung ist gar nicht so sehr abwegig. Ist denn der Vergleich zwischen einem Roulettespieler, der gebannt das Rollen der Kugel verfolgt, und einem Spekulanten, dessen Hauptlektüre der Kurszettel darstellt, wirklich unmöglich? Das Objekt ihres Interesses ist zwar unterschiedlich, ihre Absichten decken sich aber im Prinzip ziemlich genau. Von der vielgerühmten geistigen Tätigkeit des Spekulanten ist häufig wenig zu bemerken. Wie verläuft denn ein Großteil aller Börsenengagements des Publikums? Man folgt dem Rat der Bank und wartet auf die weitere Entwicklung der Kurse, die dem eigenen Einfluß ebenso entzogen ist wie der Lauf der Roulettekugel; Charakteristikum des Glücksspiels ist doch gerade dessen Abhängigkeit vom Zufall. Wer diese Ansicht vollständig ablehnt, sollte für einige Zeit an einem Bankschalter stehen. Die Praxis ist unkompliziert und hält wenig von schwierigen Theorien. Die Spekulanten kümmern sich nicht um die volkswirtschaftliche Aufgabe der Börse, sie wollen Geld verdienen. Nicht umsonst ist die Meinung über die Börse in weiten Kreisen sehr kritisch.

Wenn das Börsengeschäft, vor allem der Terminhandel, gelegentlich mit Glücksspielen verglichen bzw. als solches betrachtet wird, was schadet es? Die Tatsache, daß die Spekulation in gewissem Umfange durchaus erwünscht und

notwendig ist, bleibt bestehen. Daran würde auch eine Klassifizierung als Glücksspiel nichts ändern. Nur die Auswüchse der Spekulation sind zu bekämpfen. Ohne Zweifel ist für den Spieler selbst das Börsenspiel vorteilhafter als jede andere Art des Glücksspiels, denn die Chancen sind unverhältnismäßig höher. Wird nicht gerade auf ausgesprochene Nonvaleurs gesetzt, die heute in Deutschland kaum mehr vorkommen, bleibt in aller Regel wenigstens der Großteil des aufgewendeten Kapitals erhalten (von außerordentlichen Depressionen, die Ausnahmen darstellen, kann abgesehen werden). Der Mindesteinsatz ist allerdings höher als bei den besonders populären Formen der Glücksspiele, läßt sich aber mit den Summen, die in Spielbanken manchmal gewettet werden, durchaus vergleichen. Verluste sind zwar nie abzusichern, halten sich jedoch meist in Grenzen. Von welchem anderen Glücksspiel könnte man das behaupten ¹⁾? Daß die Materie außerdem sehr interessant ist, sei nebenbei bemerkt.

Nach Max Weber ist das Börsenspiel per Termin aus einem anderen Grunde günstiger zu beurteilen als sonstige Werten und Spiele ²⁾. Bei Börsengeschäften bestehe die Gewähr, daß sie sich stets innerhalb der durch Gesetz und kaufmännische Praxis gebildeten Grenzen abwickeln, was bei den übrigen Formen des Glücksspieles nicht zutrefte. Für die Einhaltung der Spielregeln Sorge schon allein die weitgehende Überwachung, unter welcher sich der Börsenhandel vollziehe. Diese Kontrolle, auf welche sich Weber beruft, obliegt einmal den Banken und Liquidationskassen, zum anderen dem Staat, der durch seine Staatskommissare in Banken und Liquidationskassen (die ebenfalls als Kreditinstitute gelten), vor allem aber in der Börse selbst, vertreten wird.

1) Annähernd vergleichbar ist vielleicht das von den Sparkassen betriebene Gewinn-Sparen. Doch ist dort das spekulative Moment erheblich geringer und die Verlustmöglichkeit auf die Zinsen beschränkt.

2) A.a.O., S. 311.

Vor einer zu positiven Einschätzung des Börsenspieles im allgemeinen und des Börsenspieles per Termin im besonderen ist jedoch ausdrücklich zu warnen. Das Termingeschäft als eine geeignete Form des Glücksspieles zu propagieren, ist riskant und nur dann verständlich, wenn lediglich ein möglichst großer Umfang der Börsenumsätze als Ziel erstrebt wird. Es gibt Orte und Möglichkeiten des Glücksspieles, die weit weniger folgenschwer sind. Ob es wünschenswert oder wenigstens ungefährlich erscheint, daß sich ausgesprochene Spieler an der Börse betätigen, ist generell und ausschließlich in einem Zuge mit der Frage nach der Zweckmäßigkeit der Spekulation zu beantworten. Schon im Interesse der Börse als Institution ist es angebracht, zwischen Börsenhandel, Börsenspekulation und Börsenspiel genau zu unterscheiden, obgleich die Grenzen nicht überall klar ersichtlich sind. Meist sind die Spieler die skrupellosesten Spekulanten.

b) Befürwortung des Terminhandels aus Tradition

Manche Wirtschaftszweige betonen ihre Geschichte. In besonderem Maße gilt dies für die Banken und ihre Bediensteten, die mehr als andere Berufsgruppen Wert auf Tradition legen. Nur wenig hat sich im Laufe von Jahrzehnten im Kreditwesen geändert. Man ist von überholten äußeren Formen abgekommen, hat sich den Wünschen der Kundschaft nach Möglichkeit angepaßt, doch im Prinzip sind die einzelnen aktiven, passiven und Dienstleistungsgeschäfte gleich geblieben. Der Banklehrling arbeitet heute zwar nicht mehr am Stehpult, muß sich aber ansonsten im wesentlichen dieselben fachlichen Kenntnisse aneignen wie seine Vorgänger seit langem.

Deshalb bedeutete es im Jahre 1931 für die Kreditinstitute ein ziemlich einschneidendes Ereignis, als die Börsenvorstände die Einstellung des Effektenterminhandels verfügten. Da die Banken an dieser Entscheidung selbst maß-

gebend beteiligt waren, ist nachträglich vielleicht zu ermessen, wie schwer ihnen der Entschluß gefallen sein mag, verzichteten sie doch damit freiwillig auf einen Teil ihres angestammten Arbeitsgebietes. Es müssen damals schon sehr gewichtige Motive vorgelegen haben. Hätte sich die politische und wirtschaftliche Lage in den dreißiger Jahren wieder normalisiert, wäre der Zeithandel sicher erneut aufgenommen worden. Dies um so mehr, als die benachbarten Auslandsbörsen, an welche einige der deutschen Terminhändler abwanderten, genügend Anreiz geboten hätten.

Daß seit den Jahren nach der Währungsreform von 1948 Stimmen aus der Bankwelt die Wiederherstellung des früheren Zustandes fordern, ist daher verständlich. Sie wollen doch nur erreichen, daß ein Geschäft aufgenommen wird, das die deutschen Kreditinstitute schon immer betrieben haben. In erster Linie sind natürlich diejenigen Bankleute interessiert, welche die bis 1931 bestehenden Verhältnisse aus eigener Anschauung kennen. Aber auch die jungen Kräfte sind gleicher Anschauung, weil das Börsengeschäft als eines der attraktivsten Sparten angesehen wird und die Börse nach ihrer Meinung ohne Termingeschäft unvollkommen ist. Dabei befassen sich die Angestellten meist nicht mit Werturteilen. Für sie ist der Zeithandel als Teil ihres Berufsbildes indifferent. Mit der Problematik werden sich die Bankleitungen auseinanderzusetzen haben. Sie dürfen sich jedoch nicht allein von traditionellen Erwägungen bestimmen lassen.

Traditionsbewußt sind nicht nur die Praktiker. Es hat den Anschein, als ob auch die Ansichten eines Teiles der wissenschaftlichen Autoren, die sich mit dem Effektermingeschäft befassen, auf irgendeine Weise von den früheren Verhältnissen mitbestimmt worden sind. Neuere Literatur über dieses Gebiet existiert kaum ¹⁾, aber die ältere hat

1) Soweit in neueren Veröffentlichungen Hinweise auf das Termingeschäft zu finden sind, schließt man sich meist kritiklos der Ansicht älterer Autoren an. Vgl. u.a. Raufeisen, E., a.a.O., S. 17 f.

sich überwiegend mit dem Vorhandensein des Börsenzeitgeschäftes in Wertpapieren abgefunden und leitet daraus, trotz einiger Bedenken, ausgesprochen oder stillschweigend dessen Existenzberechtigung ab. Wenn man von juristischen Verfassern absieht, die sich an der Tatsache des Differenzgeschäftes stoßen, tauchen zwar kritische, doch nur wenige ablehnende Meinungen auf. Möglicherweise ist die Ursache dafür in einem ungenügenden zeitlichen Abstand zu den Vorgängen zu sehen.

In der Gegenwart besteht eine bessere Chance, unbeeinflusst zu überlegen und objektiv zu entscheiden. Die Vor- und Nachteile der heutigen Börse, die nur das Kassageschäft zuläßt, sind bekannt und erlauben Vergleiche mit früheren Situationen. Vor 1931 war das kaum in einem solchen Maße durchführbar, weil Kassa- und Zeitgeschäft damals nicht oder nur sehr kurzfristig unabhängig voneinander zu betrachten waren. Diese Gelegenheit sollte man nicht verstreichen lassen.

III. Einige Fragen, die sich im Falle der Wiederaufnahme des Terminhandels an den deutschen Wertpapierbörsen stellen werden

Die vorstehenden Ausführungen beschäftigen sich überwiegend mit allgemeinen, von der zeitlichen Entwicklung unabhängigen Problemen des börsenmäßigen Wertpapiertermingeschäftes. Allerdings wurden häufig Beispiele aus Gegenwart und Vergangenheit eingeblendet. Das bisher Gesagte erhebt keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit, verschafft jedoch ein einigermaßen umfassendes Bild von dem behandelten Thema. Bestimmt aber gibt es eine Vorstellung von dessen Vielseitigkeit und beweist, daß ein objektives Urteil nur dann gefällt werden kann, wenn alle wichtigen Gesichtspunkte und Zusammenhänge berücksichtigt werden.

Noch in anderer Richtung sind Überlegungen angebracht. Es

könnte sein, daß der Terminhandel eines Tages wieder aufgenommen wird ¹⁾. Vielleicht setzt man sich über alle Bedenken hinweg oder die veränderten äußeren Umstände bilden eine neue Basis. Um auch dafür vorzusorgen, sollen deshalb anschließend einige aktuelle Fragen angeschnitten werden, deren Klärung gegebenenfalls unbedingt erforderlich scheint. Ist die Entscheidung nämlich einmal im positiven Sinne gefallen, muß an eine möglichst reibungslose Durchführung gedacht werden. Dazu sind umfangreiche Vorbereitungen nötig. Einfach wird die Aufgabe der zuständigen Stellen nicht sein. Da inzwischen lange Jahre verflossen sind, bestehen keinerlei persönliche oder sachliche Voraussetzungen mehr. Zunächst ist das ein beachtlicher Nachteil. Wenn man aber die Lehren aus der Vergangenheit zu ziehen bereit ist, kann sich diese Tatsache sogar zum Vorteil auswirken, weil keine überholten Gewohnheiten und Institutionen Bindungen schaffen.

Abgesehen von bank- und börseninternen Personal- und Organisationsfragen, die von den beiden Hauptakteuren zu lösen sind, werden sich Theorie und Praxis mit den heutigen Verhältnissen auseinanderzusetzen haben. Seit den dreißiger Jahren sind auf wirtschaftlichem, politischem und sozialem Gebiet Umwälzungen eingetreten, die zur Kenntnis genommen werden müssen. Es wäre Leichtsinn, davor die Augen zu verschließen. Die Börse kann sich noch so sehr als privater Club fühlen, sie ist es trotzdem nicht - darf es nicht mehr sein. Mehr denn je ist es für sie ratsam, die öffentliche Meinung einzukalkulieren. Schließlich ist auch an diejenigen Bevölkerungskreise und -schichten zu denken, die bisher ganz oder teilweise abseits stehen. Diese könnten einmal für das Schicksal der Börse und der freien Wirtschaft entscheidend sein.

Auf den folgenden Seiten soll der diesbezügliche Rahmen nicht zu weit gesteckt werden. Lediglich einige wenige

1) Ähnlich äußert sich Hintner, O., a.a.O., S. 110.

Probleme, die den Verfasser persönlich besonders interessieren, werden behandelt. Pflicht der entscheidenden und verantwortlichen Gremien wird es sein, wesentlich gründlicher vorzugehen.

1. Personelle und organisatorische Probleme für die Banken und Börsen

Von der Ansicht der Börsenvorstände und der Bankleitungen hängt es in erster Linie ab, ob und wann das Termingeschäft wieder aufgenommen wird. Gesetzliche Bestimmungen stehen nicht entgegen; das Börsengesetz in der Fassung der Verordnung von 1908, das den Zeithandel erlaubt, gilt noch immer ¹⁾. Deshalb obliegt die Verantwortung insbesondere den Banken und Börsen, d.h. den Institutionen, die am meisten davon profitieren würden. Diese beiden Gruppen hätten verständlicherweise allerdings auch die Hauptlast der Arbeit zu tragen, die damit notwendig verknüpft ist. Börsen und Kreditinstitute müssen sich einig sein, wie die Vorbereitungen am zweckmäßigsten zu treffen sind. Eine Verständigung dürfte nicht schwierig sein, besteht doch zwischen ihnen zum Teil Personalunion. Von vornherein sämtliche Probleme genau zu besprechen und zu durchdenken, ist besser als nachträglich häufige Änderungen vorzunehmen.

Große Aufmerksamkeit haben die Banken rechtzeitig der Schulung geeigneten Personals zu widmen. Nur noch wenige ältere Angestellte kennen den Zeithandel aus eigener Erfahrung, die übrigen haben kaum eine Vorstellung. Seit fast drei Jahrzehnten ist in der Ausbildung der jungen Bankleute das Termingeschäft vernachlässigt worden. Auch die üblichen Lehrbücher bringen meist nur eine skizzenhafte Abhandlung. Auf ältere wissenschaftliche Literatur,

1) Allerdings wäre die Genehmigung des Bundeswirtschaftsministers erforderlich. Vgl. dazu auch Palyi, M., und Jüttner, P., a.a.O., S. 284 f.

die oft schwer erreichbar ist, zurückzugreifen, ist von einem durchschnittlichen, auf die Praxis ausgerichteten Angestellten nicht zu verlangen. Neben den Börsenvertretern der Banken mangeln die entsprechenden Kenntnisse auch den mit der **Effektenabrechnung**, -verwaltung und vor allem mit der -beratung betrauten Kräften. Auf die an den Kundensaltern tätigen Angestellten käme es schließlich an, welchen Anklang der Terminhandel bei den Geschäftsfreunden fände.

Bei den Groß- und Regionalbanken mit ihren zahlreichen Filialen dürften es jeweils einige hundert Angestellte sein, denen zumindest die Grundzüge vermittelt werden müßten. Die große Aufgeschlossenheit, die wenigstens bei jüngeren Leuten vorhanden ist, würde die Aufgabe erleichtern.

Welche wichtigsten Möglichkeiten bestehen, um die Sachbearbeiter mit der Materie vertraut zu machen? Eine Großbank wird zweckmäßig, wie vereinzelt bereits geschehen, durch Rundschreiben und Hinweise in ihren internen Publikationsorganen auf die bevorstehenden Pläne aufmerksam machen. Nähere Erläuterungen folgen. Während die Börsenhändler sodann eingehender unterrichtet werden, genügt für die sonstigen Sachbearbeiter eine kurze Informations- tagung. Erhebliches Gewicht ist dabei auf die technische Abwicklung der Geschäfte zu legen, während der theoretische Hintergrund wohl nur gestreift wird. Mit der Problematik kann sich der normale Angestellte kaum befassen, diese ist schon vorher zu klären. Deshalb würde es auch wenig nützen, auf die Literatur zu verweisen. Eine Hilfe könnten die Bankakademien leisten.

Bis zu einem gewissen Grade gelten die Vorschläge zur Aus- und Fortbildung des Personals in gleicher Weise für die Börsen. Die Börsenmakler und ihre Hilfspersonen müßten sich ebenfalls erst mit dem Termingeschäft vertraut machen bzw. sich von neuem einarbeiten. Da aber die Makler ein finanzielles Interesse haben, würde dort sicher alles

reibungslos vor sich gehen. Sehr wahrscheinlich ist die Aufnahme des Zeithandels mit einer Erhöhung der Zahl der amtlichen und freien Makler verknüpft, denn die zu erwartenden größeren Umsätze sowie deren Aufteilung auf Kassa- und Terminmarkt sind mit dem bisherigen Personal nicht zu bewältigen. Für die Beteiligten ist außerdem nicht zuletzt die Geschäftsverteilung von Wichtigkeit. Welche Papiere sollen den einzelnen Maklern zugeordnet werden? Sollen sich die Makler auf ihren Teilmärkten turnusmäßig abwechseln? Ist ein gelegentliches Hin- und Herpendeln zwischen Kassa- und Terminmarkt zweckmäßig. Diesen und ähnlichen Fragen kommt zwar keine grundsätzliche Bedeutung zu, sie sind aber trotzdem nicht gering zu schätzen. Die Antwort ist zu geben, wenn feststeht, an welchen Börsenplätzen und in welchen Effekten der Terminhandel stattfindet.

Was die Wahl der Börsenplätze anbelangt, wäre es vielleicht angebracht, zunächst versuchsweise an einer einzigen Börse, etwa in Frankfurt/Main, den Terminhandel aufzunehmen. Dadurch könnte man ausprobieren, welchen Rückhalt das Geschäft bei der Berufsspekulation und beim Publikum findet, und Erfahrungen für das weitere Vorgehen sammeln. Die Realisierung dieses Vorschlages, der sich zweifelsohne anbietet, würde allerdings voraussichtlich auf Schwierigkeiten stoßen, denn die übrigen Börsenplätze und die dort domizilierten Banken werden eine Verlagerung des Geschäftes befürchten. Trotzdem ist die Idee einer Prüfung wert ¹⁾. Eines dürfte sicher sein: daß sich die Terminumsätze ebenso wie die Abschlüsse per Kasse gleichmäßiger auf die einzelnen Börsen verteilen würden als früher.

1) Es ist darauf zu verweisen, daß die Überlegungen anläßlich der Wiederaufnahme des Zeithandels nach dem Ersten Weltkrieg wohl ähnlich geartet waren. Berlin und Frankfurt/Main machten am 1.10.25 den Anfang, die übrigen Plätze folgten in unterschiedlichen, bis zu 2 Jahren ausgedehnten Abständen. Vgl. Aschenbrenner, P., a.a.O., S. 7.

Bisher lassen sich nur Vermutungen darüber anstellen, welche Effekten sich für einen Handel per Termin besonders eignen würden. Mit Sicherheit kämen aber ausschließlich Aktien in Frage. Im wesentlichen dürfte sich das Interesse generell auf die Standardpapiere richten und an den einzelnen Börsen außerdem auf verschiedene Regionalwerte. Überwiegend würden es dieselben Papiere sein, mit denen sich der Zeithandel schon bis 1931 beschäftigt hatte. Entscheidend für die Auswahl ist die Haltung der betroffenen Unternehmungen sowie der Spekulation. Die Neigung einer gesunden und vernünftigen Spekulation für eine bestimmte Aktie ist naturgemäß um so stärker, je bedeutender die Gesellschaft und je höher der nicht in festen Händen befindliche Anteil an ihrem Grundkapital ist.

Die Aktien folgender Gesellschaften, die gegenwärtig größtenteils an sämtlichen deutschen Börsen im amtlichen Kassaverkehr gehandelt werden, sind in Betracht zu ziehen:

Industrie und Handel	AK (Mill.DM) ¹⁾
1. Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft AG, Berlin +) 2)	310,0
2. Badische Anilin- und Sodafabrik AG, Ludwigshafen +)	700,0
3. Continental-Gummiwerke AG, Hannover +)	140,0
4. Daimler-Benz AG, Stuttgart +)	270,0
5. Demag AG, Duisburg	110,0
6. Deutsche Erdöl AG, Hamburg +)	282,0
7. Degussa Deutsche Gold- und Silberscheideanstalt AG, Frankfurt/Main	122,8
8. Dortmund-Hörder Hüttenunion AG, Dortmund +)	276,0
9. Farbenfabriken Bayer AG, Leverkusen +)	735,0

1) Angaben über die Höhe der Aktienkapitalien aus Börsenzeitung Nr. 203 vom 20.10.1961.

2) Die Aktien der mit +) gekennzeichneten Gesellschaften bzw. deren Rechtsvorgänger wurden bereits im Jahre 1928 an der Berliner Börse per Termin notiert. Vgl. Sommerfeld, H., a.a.O., S. 10 f.

10.	Farbwerke Hoechst AG, Frankfurt/Main +)	700,0
11.	Gelsenkirchener Bergwerks-AG, Gelsenkirchen +)	485,0
12.	Hoesch-Werke AG, Dortmund +)	375,0
13.	Hüttenwerke Oberhausen AG, Oberhausen	260,0
14.	Rudolph Karstadt AG, Köln +)	160,0
15.	Kaufhof AG, Köln +)	150,0
16.	Klöckner-Humboldt-Deutz AG, Duisburg +)	110,0
17.	Klöckner-Werke AG, Duisburg +)	300,0
18.	Linde's Eismaschinen AG, Wiesbaden	64,7
19.	Mannesmann AG, Düsseldorf +)	580,0
20.	Maschinenfabrik Augsburg-Nürnberg AG, Augsburg	50,0
21.	Metallgesellschaft AG, Frankfurt/Main +)	140,0
22.	Phoenix-Rheinrohr AG, Düsseldorf +)	276,0
23.	Rheinische Stahlwerke AG, Essen +)	470,0
24.	Rheinisch-Westfälische Elektrizitätswerke AG, Düsseldorf	774,7
25.	Salamander AG, Kornwestheim	48,0
26.	Siemens & Halske AG, München-Berlin +)	516,4
27.	Süddeutsche Zucker AG, Mannheim	72,0
28.	August Thyssen-Hütte AG, Dortmund +)	450,0
29.	Volkswagenwerk AG, Wolfsburg	600,0
30.	Wintershall AG, Hannover	154,0
31.	Zellstofffabrik Waldhof, Mannheim +)	78,0

Banken

32.	Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank, München +)	100,0
33.	Bayerische Vereinsbank, München	70,0
34.	Commerzbank AG, Düsseldorf +)	200,0
35.	Deutsche Bank AG, Frankfurt/Main +)	300,0
36.	Dresdner Bank AG, Frankfurt/Main +)	245,0

Anzunehmen ist ferner, daß einige der an den deutschen Börsen zugelassenen ausländischen Aktien in das Zeitgeschäft mit einbezogen werden. Geeignet sind folgende Werte:

37.	Fiat S.p.A., Turin	115 Mrd. Lire
38.	Montecatini, Mailand	150 Mrd. Lire

39. Philips Gloeilampenfabrieken, Amsterdam	750,0 Mill. hfl.
40. Royal Dutch Shell, Amsterdam	1.365,3 Mill. hfl.
41. Unilever N.V., Rotterdam	478,4 Mill. hfl.

Weiterhin hat man sich Gedanken zu machen, auf welche Art und Weise die Termingeschäfte am besten abgewickelt werden können. Ist nur ein amtlicher Verkehr zweckmäßig oder daneben auch ein Freiverkehr? Schließlich taucht die Frage der Liquidationskassen auf. Die früheren Anstalten existieren nicht mehr. Möglicherweise werden neue Institutionen gegründet; denkbar wäre es aber, den Pflichtenkreis der an sämtlichen Börsenplätzen vorhandenen Wertpapiersammelbanken zu erweitern. Der zweite Weg hätte verschiedene organisatorische Vorzüge. In jedem Falle würden in erster Linie die Banken Träger der betreffenden Einrichtungen sein. Zweckmäßig erscheint es, pro Monat nur einen Liquidationstermin festzulegen, um die Zahl der Prolongationen bewußt in Grenzen zu halten ¹⁾.

2. Die Stellung der Kulisse

Seiner Natur nach ist das Effektermingeschäft ausgesprochen spekulativ. Deshalb ist das Vorhandensein einer umfangreichen und starken Spekulation wichtigste Voraussetzung für das Funktionieren des Zeithandels. Nur eine lebhaft, aufnahme- und abgabefreudige Terminbörse kann prinzipiell extremen Kursbewegungen entgegenwirken ²⁾. Eine besondere Bedeutung mißt die Theorie dabei dem Berufshandel zu; er habe die Aufgabe, Störungen des Marktes zu egalisieren ³⁾.

1) Die früheren Erfahrungen mit der zusätzlichen Mediolidiquidation waren auf die Dauer ungünstig, weshalb seit 1.10.1928 nur mehr am Ultimo abgerechnet wurde. Vgl. Sommerfeld, H., a.a.O., S. 9.

2) Ähnlich Prion, W., a.a.O., S. 10.

3) Vgl. etwa Lexis, W., a.a.O., S. 10.

An dieser Stelle interessiert die grundlegende Frage, inwieweit die Kulisse die in sie gesetzten Erwartungen rechtfertigt, nicht mehr. Zu prüfen ist aber, ob in der heutigen Situation die berufsmäßige Spekulation überhaupt in der Lage ist, die Bewegungen der Termin- und Kassakurse in guten und in schlechten Börsenperioden, d.h. in der Hausse und in der Baisse, zu stützen oder zu bremsen. Hat der Berufshandel noch den erforderlichen psychologischen, vor allem aber finanziellen Einfluß, um auf die Preise nachhaltig einwirken zu können? Aus der Antwort ergibt sich ein sehr bedeutsames Argument für oder gegen den Zeithandel. Ein Blick auf die Kursentwicklung der Gegenwart ließe einen positiven Bescheid wünschenswert erscheinen.

Zunächst sei an die früheren Ausführungen über die Berufsspekulation erinnert ¹⁾. Zur Kulisse wurden alle berufsmäßig für eigene Rechnung am Börsengeschäft beteiligten Personen und Institutionen gezählt. Sieht man einmal von den Geschäftsbanken in ihrer Eigenschaft als Eigenhändler ab, verbleiben heute die freien Makler - mit Einschränkungen auch die amtlichen Makler - sowie einige sonstige Personen (ehemalige Bankiers und Makler, außerdem wenige Privatbankiers mit unbedeutendem bzw. ohne Kundschaftsgeschäft). An den einzelnen Plätzen kommt derzeit jeweils nur eine Handvoll von Akteuren in Frage, welche die Kulisse im engeren Sinne bilden. Allerdings sind an den verschiedenen Börsen Unterschiede zu verzeichnen. Die weit überwiegende Zahl von Börsenbesuchern besteht aus den Angestellten der großen Bankfirmen.

Neben dem außerordentlich starken Publikumsgeschäft üben in der Gegenwart nur die Aktien- und großen Privatbanken einen wirklich spürbaren und nachhaltigen Einfluß auf das Börsengeschehen aus. Die Tätigkeit der Berufsspekulanten dagegen verrät keine große Linie mehr. Es fehlen vor allem die vielen kapitalkräftigen Spekulationsbankiers, die

1) Vgl. oben S. 19

vor und auch noch nach dem Ersten Weltkrieg den Ton angaben. Nur wenige von ihnen haben die verschärften gesetzlichen Bestimmungen, Kriegs- und Inflationsverluste sowie die Umschichtung des Bankgeschäftes überstanden ¹⁾. Zwar wären die Möglichkeiten des Berufshandels im Termingeschäft - absolut gesehen - größer als per Kasse, weil mit demselben Geldbetrag weit höhere Engagements begonnen werden können, doch sind die mengenmäßigen Relationen im Zeitgeschäft ebenfalls anders. Zudem ist es fraglich, ob die Kreditinstitute der Kulisse im Report- und Deportgeschäft unvermindert das gleiche Entgegenkommen zeigen würden wie bis 1931, weil deren Bonität sich verschlechtert hat. Die künftige Situation des Berufshandels würde schließlich stark von den Geschäftsbedingungen der Liquidationskasse abhängen.

Es ließe sich die Ansicht vertreten, daß dem Berufshandel in Zukunft keine so große Bedeutung wie früher zukomme, daß sich also die Spekulation des Publikums selbst trage. In der Tat ist dieser Gedanke im Hinblick auf die heutigen Börsenumsätze nicht abwegig. Bei näherer Betrachtung muß allerdings zugegeben werden, daß seit einigen Jahren nicht zuletzt aus markttechnischen Gründen eine fast ununterbrochene Hausse vorherrscht, die nur gelegentlich von geringen Störungen überlagert wurde. Eine anhaltende Aufwärtsbewegung hat aber noch selten zu akuten Schwierigkeiten geführt. Die negativen Konsequenzen für die Börse selbst werden meist erst beim Umschwung und in der Baisse ersichtlich. Solange die Tendenz fest bleibt, ist mit Kaufaufträgen der Bankenkundschaft zu rechnen. Trotz-

1) Die Zahl der Privatbanken ist heute wesentlich geringer als etwa im Jahre 1925. Viele, selbst größere, wurden insolvent, liquidiert oder von Großbanken übernommen und entweder als Filialen oder als Kommanditen fortgeführt. Anderen gelang es, sich selbst zu Großfirmen zu entwickeln. Neu gegründet wurden seither nur wenige Privatbanken, und wenn, dann oft als Vorposten oder unter wesentlicher Beteiligung von Aktienbanken. Die Ursache dieser Entwicklung liegt nicht zuletzt in der gestiegenen Bedeutung der Kundschaftseinlagen und deren Verlagerung zu großen, als sicher geltenden Instituten.

dem fehlt auch jetzt bereits ein starker Berufshandel, und zwar eine Baissepartei, die den Kursübertreibungen Einhalt gebieten könnte. Soweit eine nennenswerte Kulisse überhaupt vorhanden ist, schwimmt sie anscheinend gemeinsam mit dem Publikum nicht gegen, sondern mit dem Strom - zu ihrem Vorteil. Noch viel deutlicher würde sich der Mangel eines einflußreichen, bei Bedarf gegen das Publikum spekulierenden Berufshandels in einer Baisse bemerkbar machen. Unzweifelhaft würde die Aufnahme des Zeithandels die Verhältnisse entschieden komplizierter gestalten.

Es ist der Nachteil des Kassageschäftes und ebenso des Termingeschäftes, daß oft eine Richtung deutlich überwiegt - die Hausse oder die Baisse. Der Unterschied zwischen Kulisse und Publikum drückt sich in der Praxis zumeist nur darin aus, daß die einen früher ein- und aussteigen als die anderen. Einsetzende Deckungskäufe bzw. Realisationsverkäufe des Berufshandels können zwar die Entwicklung bremsen und dadurch normalisieren, wie häufig betont wird, können aber gleichfalls als Alarmzeichen und Startsignal für extreme Gegenströmungen wirken. Im übrigen ist die Kulisse in jeder Situation auf ihren eigenen Nutzen, nicht aber auf eine ruhige Kursbildung bedacht. Beim Vorliegen starker Auftriebsmomente wird der Überzeugteste Baissier auf die allgemeine Linie einschwenken. Ähnliches gilt in der Baisse für die Haussepartei.

Auch wenn die berufsmäßige Spekulation generell die Möglichkeit hätte, ordnend in die Kursentwicklung einzugreifen, und sie dies mit Absicht tun wollte, fehlten ihr dazu in der Gegenwart die finanziellen Grundlagen ¹⁾. Sie könnte weder gegen das Publikum wirksam operieren noch die Engagements der Banken behindern. Nur die Kreditin-

1) Für das Termingeschäft bedeutet dies, daß es der Kulisse schwer fallen dürfte, für große Engagements die Einschüsse aufzubringen und den Geldgebern bei Prolongationen die entsprechenden Sicherheiten zu bieten.

stitute selbst sind stark genug, bedürfen jedoch keineswegs der Hilfe der Kulisse. Somit schmilzt der vielgerühmte Einfluß der Kulisse auf eine wenig bedeutende Größe zusammen. Die Behauptung von der sich selbst regulierenden Spekulation ist, heute wenigstens, nicht beweisfähig; die Gefahren der Spekulation, zumal per Termin, bleiben unvermindert groß.

Andererseits ist die Aussicht, daß die Banken auf dem Terminmarkt bestimmend sein werden und das Publikum sich noch hemmungsloser an der Börse beteiligt, wenig verlockend. Die Kreditinstitute sind in das bisherige Effektingeschäft bereits genügend eingeschaltet. Wenn das Termingeschäft sich nicht selbst tragen kann, die Spekulation sowie deren Auswüchse vermehrt, keine besonderen Vorteile bringt und ein "Kind der Banken" zu werden verspricht, empfiehlt es sich, dessen Wiedereinführung zurückzustellen. Vielleicht ist eines Tages über die Kulisse anders zu urteilen.

3. Terminhandel und Materialknappheit an den Börsen

a) Der Stückemangel auf dem Aktienmarkt

Seit einigen Jahren ist es in der Wirtschaftspresse üblich geworden, sich über den Materialmangel an den deutschen Wertpapierbörsen zu äußern ¹⁾. Knappheit in diesem Sinne bedeutet, daß das Angebot an verfügbaren Stücken für die große Nachfrage nicht ausreicht. Tatsächlich ist der ungenügende Stückevorrat zu einem wesentlichen Problem geworden. Vor allem am Aktienmarkt ist der Engpaß spürbar; er hat sich bereits zu einem Dauerzustand entwickelt. Inzwischen hat sich die Börse fast daran gewöhnt. Im Tagesgeschehen wird man sich nicht immer wieder von neuem darü-

1) Der Stückemangel stellt jedoch kein Novum in der Geschichte der deutschen Börsen dar. Eine ähnliche Erscheinung ist schon im Jahre 1924, also unmittelbar nach der Goldmarkumstellung, aufgetreten. Vgl. Ammenhäuser, E., a.a.O., S. 20.

ber Bedanken machen, zumal die Ergebnisse nicht nur negativer Art sind. Sehr vielen Wertpapierbesitzern brachte der Materialmangel nämlich erhebliche Gewinne, weil er eine der wichtigsten Ursachen für die seit langem andauernde Hausse darstellt.

Die gegenwärtige Verfassung des Aktienmarktes, an dem das herauskommende Material beinahe um jeden Preis gekauft wird, ist nicht mehr normal. Wer den Kurszettel studiert, stößt auf Notierungen, die beinahe als Liebhaber- oder Seltenheitspreise bezeichnet werden können. Papiere, auf welche seit Jahren keine bzw. nur eine geringe Dividende gezahlt wird, erzielen Kurse, die mit den Ergebnissen bewährter Berechnungsmethoden nicht in Einklang stehen. Und ganz allgemein hat das Kursniveau eine Höhe erreicht, die zu erheblichen Bedenken Anlaß gibt.

Ganz gewiß ist ein Stückemangel derartigen Ausmaßes keine der an den Börsen periodisch auftretenden Erscheinungen. Beinahe wäre zu behaupten, die früheren Gewohnheiten und Ansichten seien überholt, wenigstens auf dem Aktienmarkt. Als wichtigste und zugleich schwierigste Obliegenheit der Effektenbörsen galt es doch stets, der Wirtschaft Kapital zu vermitteln, die Unterbringung der ausgegebenen Papiere zu ermöglichen. Das Bestreben, Käufer für neue Effekten und damit Geldgeber für neue Investitionen zu finden, überwog. Wie ist es aber heute? Die Aufgabe der Börse – wenn überhaupt noch von einer Aufgabe zu sprechen ist und man nicht besser das Wort Beschäftigung gebraucht – besteht jetzt offenbar in erster Linie darin, das beschränkte Angebot an Aktien möglichst schnell und reibungslos an die zahlreichen Interessenten zu verteilen. Den Verkäufer, welcher der Börse Papiere überläßt, sieht man an den Bankschaltern lieber als den Käufer, der durch seinen Auftrag die Lage weiter verschärft.

Ähnlich wie im Kassageschäft, wenn nicht deutlicher, würde sich der Mangel an frei verfügbaren Stücken im Termin-

handel bemerkbar machen. Zwar wird ein Großteil der per Termin abgeschlossenen Geschäfte durch Verrechnung der Kursspitzen, also ohne Bewegung effektiver Werte ausgedrückt, dennoch bleiben stückmäßige Transaktionen durchzuführen. Sowohl am Abrechnungstag als auch während der einzelnen Liquidationsperioden finden Übertragungen statt. Vor einer Abrechnung sind es die Deckungskäufe der Baissiers, die oft am Kassamarkt erfolgen müssen, anschließend die Realisationsverkäufe der Haussiers.

Mit gutem Grund ist davon auszugehen, daß die Wiederaufnahme des Termingeschäftes eine Ausdehnung des Wertpapierhandels mit sich bringt. Obgleich sich wahrscheinlich ein Teil der bisherigen Kassaengagements auf den Terminmarkt verlagern würde, stiege das Gesamtvolumen der Effektspekulation, per Kasse und per Termin zusammen, erheblich an. Wenn auch der Stückebedarf des Zeitgeschäftes wegen der Möglichkeit von Gegengeschäften zum gleichen Termin relativ geringer als im Kassahandel ist, wäre mit einer weiteren Anspannung zu rechnen, weil das Anwachsen der Spekulation aller Voraussicht nach mehr Material erforderte als durch die teilweise Umschichtung der Spekulation freigegeben würde. Eine günstige Wirkung wäre vom Terminhandel nur zu erhoffen, wenn die Umdisposition von der Kassa- auf die Terminspekulation zu einem derart großen Stückeangebot führte, daß die infolge der Zunahme der Gesamtspekulation hervorgerufene Bedarfssteigerung überkompensiert würde. Daß aber das Kassageschäft einem solchen Rückgang unterliegen sollte, ist unwahrscheinlich. Noch dazu muß im Zuge der Popularisierung der Aktien künftig mit einem verstärkten Kassageschäft (Anlagekäufe per Kasse) und damit erhöhten Materialanforderungen gerechnet werden.

Der Stückemangel ist ein großes Hindernis für den Terminhandel. Ganz besonders hätte die Baisse zu leiden. Es ist bekannt, daß die Baissiers schon in früheren Jahren häufig vor der Frage standen, wie sie bis zum Liquidations-

termin ihre Lieferverpflichtungen abdecken sollten. Auch in der Zeit vor 1931 hatten die Baissiers gelegentlich drückende Sorgen wegen des geringen Angebotes. Nun waren die damaligen Verhältnisse, was das verfügbare Material anbelangt, bis auf vorübergehende Spannungen durchaus normal ¹⁾; Schwierigkeiten entstanden in der Regel nur aufgrund der konzentrierten Nachfrage kurz vor den Abrechnungstagen. Heute ist die Lage ungleich gefährlicher. Fast mit Sicherheit wären der Baissepartei Komplikationen vorauszusagen.

Funktioniert aber die Baisse nicht, ist die Hausseseite ebenfalls nicht intakt, denn die einen sind die Lieferanten der anderen. Wenn nur wenige blanko verkaufen, aus Sorge, die Lieferverbindlichkeiten nicht einhalten zu können, bleibt der Geschäftsumfang gering. Auch die Hausse kann sich dann nicht entfalten. Somit fehlt eine weitere Voraussetzung dafür, daß das Termingeschäft den Umfang erreicht, den es für eine ordnungsmäßige Kursbildung benötigt. Zugleich würde die Entlastung des Kassamarktes von Geschäften, die ihrer Natur nach per Termin abgewickelt werden sollten, nicht im gewünschten Ausmaße eintreten. Die Bedenken sind nicht mit dem Einwand zu zerstreuen, daß sich der Terminhandel ausschließlich mit den Papieren führender Gesellschaften beschäftigte, weil für die repräsentativen Werte größeres Interesse und damit entsprechender Bedarf vorhanden ist. Ein höheres, breit gestreutes Grundkapital erleichtert zwar die Lage, beseitigt jedoch nicht alle Schwierigkeiten.

b) Umfang der Materialknappheit

Schätzungen über den Umfang der Materialknappheit sind riskant. Das Geschehen am Wertpapiermarkt, an den einzelnen Börsen und im Tafelgeschäft der Banken, ist undurchsichtig; zu viele Voraussetzungen müssen gemacht werden.

1) Im Jahre 1924, als ähnliche Schwierigkeiten bestanden, war der Terminhandel noch nicht wieder eingeführt.

Verfolgt man aber das Börsengeschehen und vor allem die verschiedenen Emissionen und deren Placierungserfolge genauer, läßt sich ein ungefähres Bild konstruieren, wenngleich eine ziffernmäßige Fixierung unverändert schwierig bleibt. Es darf daher lediglich als Versuch angesehen werden, wenn, dem derzeitigen Volumen der Effektenumsätze entsprechend, der Kurswert der im täglichen Verkehr fehlenden Stücke mit etwa 5 Milliarden DM angenommen wird. Bei einem durchschnittlichen Kursindex von ca. 700 % würde sich also der Nominalbetrag auf ungefähr 700 Millionen DM stellen ¹⁾.

Die Zahlenangabe ist das Resultat nachstehender Rechnung, die auf der schon genannten Untersuchung des Statistischen Bundesamtes über die Kapital- und Besitzverhältnisse der deutschen Aktiengesellschaften per 30.9.1958 basiert ²⁾. Das Bundesamt nennt im einzelnen folgende Verteilung:

	Mill. DM	%
Schachtelbesitz	7.646,6	28,0
Sonstiger Dauerbesitz	11.037,3	40,4
Streubesitz	8.642,5	31,6
Gesamtes Aktienkapital der deutschen Aktiengesellschaften	27.326,4	100,0

Alle Aktien, die sich in Schachtel- und Dauerbesitz befinden, sind dem laufenden Börsenverkehr entzogen. Dafür kommt nur der Streubesitz in Frage, jedoch wiederum nicht der Gesamtbetrag, sondern lediglich derjenige Teil, welcher nicht als ständige Vermögensanlage gedacht ist. Der Prozentsatz des kurzfristigen, spekulativen Besitzes läßt sich nicht genau feststellen. Um aber einen Anhaltspunkt zu haben, sollen 30 % angesetzt werden. Die an der Börse in Bewegung befindlichen Stücke hätten somit einen Nominalwert von ca. 2,6 Mrd. DM (= 30 % von 8,6 Mrd. DM) und einen Kurswert von ungefähr 18,2 Mrd. DM. Vertritt man nun

1) Kursindex der an der Münchener Börse notierten Aktien vom 8.9.1960: 728,79 %. Vgl. Börsenbericht Nr. 36/1959 der Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank.

2) Vgl. oben S. 95

die allerdings unbeweisbare Anschauung, daß das Kursniveau um 25 bis 30 % des Kurswertes überhöht ist, ergeben sich als Summe der Kursübersteigerungen 4,5 bis 5,5 Mrd. DM, im Mittel 5 Mrd. DM (= genau 27,5 % von 18,2 Mrd. DM). Diese Zahl ist mit dem eben festgestellten Ausmaß der Materialknappheit identisch. Könnte das Materialangebot erhöht werden, wäre das sich für die Börse interessierende Kapital nicht zum Teil in Kursübertreibungen aufgesogen, sondern in anderen Papieren zu vernünftigen Preisen angelegt.

Auf die Fragwürdigkeit der genannten Beträge und Relationen wird ausdrücklich hingewiesen. Die Hauptschwierigkeit liegt darin, daß die objektiv richtige Höhe des Kursstandes nicht bekannt ist, ja nicht bekannt sein kann. Schließlich ist der Rechnung auch ein bestimmtes Elastizitätsverhältnis zwischen Wertpapierangebot und Kurshöhe zugrundegelegt. Mögen die Voraussetzungen daher im einzelnen etwas zweifelhaft sein, eine einwandfreie Methode existiert nicht. Kaum zu rütteln ist jedoch an den grundsätzlichen Ausführungen über die Stückversorgung - bei der erfreulicherweise wieder erreichten großen Aufnahmefähigkeit des deutschen Geld- und Kapitalmarktes um so weniger.

c) Ursachen des Materialmangels

Wie konnte es zu einem derart starken und anhaltenden Stückemangel kommen? Die Erklärung ist relativ einfach, zumindest leichter, als den genauen Umfang der Materialknappheit ziffernmäßig zu fixieren. Eine ganze Reihe von Gründen ist für die heutige Situation verantwortlich zu machen. Im wesentlichen sind die Ursachen bekannt, so daß nicht viel Neues darüber zu sagen ist. Dennoch scheint eine kurze zusammenfassende Darstellung angebracht.

Es gilt zu bedenken, daß sich der Geld- und Kapitalmarkt

der Bundesrepublik in einer gänzlich anderen Verfassung befindet als vor wenigen Jahren. Eine ungewöhnlich günstige konjunkturelle Entwicklung stellte zwar außerordentliche finanzielle Anforderungen, führte aber letzten Endes zu einer nicht unbedeutenden Liquidität der Wirtschaft. Bildete noch 1955 und 1956 die Beschaffung von Investitionsmitteln eines der Hauptthemen - erinnert sei an ERP-, Investitionshilfe- und sonstige Kredithilfeprogramme, die zum Teil noch andauern -, spricht man in der Gegenwart immer mehr von Kapitalexport, Unterstützung für unterentwickelte Länder etc. Die Auswirkungen auf dem Effektenmarkt blieben naturgemäß nicht aus, weshalb sich die Nachfrage nach Wertpapieren erheblich vergrößerte. An Käufern mangelt es nicht. Der Bedarf an Papieren ist somit gestiegen.

Zugleich hat sich in weiten Kreisen die Einstellung zur Aktie geändert. Die Idee des Effektensparens setzt sich seit der Währungsreform immer mehr durch. Obligationen, vor allem Pfandbriefe, wurden vom Publikum schon vorher gekauft, ständig wird aber auch die Aktie als Anlagemittel populärer. Nach den schlechten Erfahrungen der Konten-, Obligationen- und Versicherungssparer anlässlich der RM/DM-Umstellung, bei meist günstigen Umtauschrelationen der Aktien, liegt der Gedanke sehr nahe. Der Erwerb von Aktien als Mittel zur Beteiligung an der Substanz der Unternehmungen kommt den Bestrebungen einer Wertsicherung der Ersparnisse entgegen und bietet außerdem spekulative Chancen. Höhere Risiken unternehmerischer Art bestehen zwar juristisch, nicht aber bei wirtschaftlicher und praxisnaher Betrachtung; besonders für Standardpapiere, auf welche sich die Nachfrage konzentriert, und in der gegenwärtigen Hochkonjunktur trifft diese Behauptung zu. Die im Vergleich zu den Festverzinslichen fast generell geringere Rendite der Aktien wird im Urteil vieler Käufer aufgewogen durch Wertbeständigkeit, mögliche Kursgewinne und Bezugsrechte. Im übrigen wird die Ansicht von der gleichmäßigen Verzinsung der Obligationen von Zeit zu

Zeit durch Konvertierungen widerlegt.

Bereits aus den beiden genannten Gründen ist die starke Belebung des Börsengeschäftes seit etwa drei Jahren nicht verwunderlich. Schon früher gab es länger dauernde Hausseperioden, aber die nahezu ununterbrochen seit Ende 1957 anhaltende feste Tendenz unterscheidet sich davon deutlich. Wenn nicht erhebliche wirtschaftliche oder politische Komplikationen auftreten, ist auch keine grundlegende Änderung zu erwarten. Nun handelt es sich aber um keine Hausse mit kleinem Geschäft, die erzielten Börsenumsätze sind vielmehr sehr beachtlich. Aus dem Aufkommen an Börsenumsatzsteuer hat man allein für 1958 etwa 55 Mrd. DM errechnet ¹⁾. Daß ein gestiegener Umsatz mehr Material erfordert, ist verständlich, noch dazu wo nicht alle gehandelten Stücke am Markte bleiben, sondern zum Teil für Anlagezwecke entnommen werden.

Verstärkt wurde die Entwicklung durch umfangreiche Aktienkäufe des westlichen Auslandes. Insbesondere die Schweizer und Amerikaner halten die deutschen Papiere weiterhin für preiswert. In der Tat stellen an der Züricher oder New Yorker Börse Notierungen von über tausend Prozent (Stück- auf Prozentkurse umgerechnet) fast die Regel dar, während sie in Deutschland noch eine Minderheit bilden. Aktuell sind ferner die Bestrebungen vor allem US-amerikanischer Firmen, in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft Stützpunkte zu bilden; die Interessennahme der Landmaschinenfirma John Deere an der Heinrich Lanz AG in Mannheim ist eines von vielen einschlägigen Beispielen. Ubrigens waren die Nachbarländer schon immer im Effektenhandel Deutschlands tätig, weil dort ein wesentlicher Teil der führenden europäischen Werte beheimatet ist.

Im Grunde ist ein gewisser ausländischer Einfluß erwünscht. Nach neueren Ermittlungen beträgt der ausländische Anteil

¹⁾ Vgl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 10 v. 15.5.59, S. 414.

am Grundkapital der deutschen Aktiengesellschaften (ohne Dachgesellschaften des Bundes) ungefähr 4,0 Mrd. DM ¹⁾. Er ist somit nicht unerheblich, allgemein von der Gefahr einer Überfremdung zu sprechen, wäre jedoch verfehlt, da er sich traditionsgemäß auf einige bestimmte Wirtschaftszweige und Unternehmungen (Erdölindustrie etc.) konzentriert. Günstiger zu beurteilen wäre freilich eine etwa gleich hohe gegenseitige Verflechtung, die auf deutscher Seite erst wieder in den Anfängen steckt. Die genaue Höhe des spekulativen und kurzfristigen Auslandsbesitzes, die in diesem Zusammenhang interessierte, ist nicht bekannt, vielleicht aber mit ca. 1 Mrd. DM anzusetzen.

Mit am meisten haben die Investmentgesellschaften zur Verringerung des Stückeangebotes und damit zur Erhöhung der Kurse beigetragen. Lange Zeit ist verstrichen, bis sich der Investmentgedanke durchgesetzt hat. Seit dem Erlass des Investmentgesetzes vom 16.4.1957 ging aber die Entwicklung steil nach oben. Ende 1956 betrug der Inventarwert der umlaufenden Investment-Anteile erst 108 Mill. DM ²⁾, am 31. März 1960 dagegen 2.425 Mill. DM ³⁾. Dabei ist bemerkenswert, daß die Zertifikate fast ausschließlich Aktienbesitz verkörpern. Allein 9 deutsche Gesellschaften mit 19 verschiedenen Fonds bemühten sich zu Beginn des Jahres 1960 um den Absatz ihrer Anteile.

Allerdings wäre es ein Trugschluß, den gesamten Betrag von 2,4 Mrd. DM dem Investmentgedanken zuzurechnen. Hätten die Banken nicht die Möglichkeit geboten, Investment-Anteile zu kaufen, hätten sicher viele der jetzigen Investmentsparer unmittelbar Aktien erworben und damit in gleicher Weise den Materialmangel verschärft. Ein anderer Teil dagegen wäre wohl niemals auf den Einfall gekommen,

- 1) Vgl. Zeitschrift Mineraloel, Organ des VSM Verband Süd-deutsche Mineralölwirtschaft e.V. München, Nr. 7/1959, S. 12.
- 2) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1958, S. 120.
- 3) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1959, S. 112.

Geld in Aktien anzulegen, und insoweit tragen die Kapitalanlagegesellschaften mit an der Schuld für die Stückerknappheit. Die an sich glückliche Konzeption, das Publikum über Zertifikate an den Wertpapiermarkt heranzuführen, zeitigte nicht nur positive Erfolge. Unter den heutigen Umständen wäre es deshalb angebracht, etwas zu bremsen und auch in der Werbung Zurückhaltung zu üben ¹⁾. Insbesondere sollte man davon absehen, vom Aktien-"Sparen" zu sprechen, weil dieser Ausdruck etwas irreführend sein kann ²⁾.

Schließlich ist der Gesetzgeber nicht unbeteiligt. Die Verfasser des Umwandlungsgesetzes von 1959 hatten die Materie vom wirtschaftspolitischen Standpunkt aus wahrscheinlich nicht vollkommen durchdacht. Geplant war vor allem die steuerbegünstigte Überführung von 100%igen Organgesellschaften auf die Obergesellschaft. Leider haben einige Großaktionäre mit qualifizierter Mehrheit die Gelegenheit benützt, die Minderheitsaktionäre auszubooten. Berühmte Namen wie Dynamit Nobel, Feldmühle, Felten & Guillaume etc. sind auf diese Weise aus dem Kurszettel verschwunden bzw. sollen dort in Kürze gelöscht werden. Ob die entsprechenden Maßnahmen im einzelnen zweckmäßig waren, ist nicht zu prüfen. Vom Standpunkt der Börse aus sind sie zu bedauern. Auch hohe Abfindungsquoten ändern daran nichts, um so weniger, als diese sich wiederum in vermehrter Nachfrage nach anderen Börsenwerten auswirken und die Stückerknappheit verschärfen.

d) Möglichkeiten zur Verbesserung der Lage

Sofern der Materialmangel im bisherigen Ausmaß andauert

- 1) Die 1959 verfügte Einstellung des Verkaufs der Zertifikate des Thesaurus-Entwicklungsfonds des Deutschen Investment-Trust, Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH, ist bisher das einzige Beispiel in dieser Hinsicht geblieben. Dafür waren aber steuerliche Überlegungen maßgebend und nicht Rücksichten der genannten Art.
- 2) Vgl. Wirtschafts-Magazin Nr. 10/1960, S. 455.

oder sich gar verstärkt, entsteht eine gefährliche Situation. Schon heute muß die Möglichkeit eines Tendenzumschwunges bedacht werden. Die Börse kann und darf weder in guten noch in schlechten Zeiten ein Eigenleben führen. Deshalb sind sich die für Wirtschaft und Währung Verantwortlichen längst bewußt, daß eine vernünftige Regelung zu finden ist. Noch ist es nicht zu spät. In erster Linie die Aktiengesellschaften selbst sollten ihre Verpflichtungen, aber auch ihre gegenwärtigen Chancen, erkennen.

Ein Zuwenig an Material ist am einfachsten durch eine Vermehrung des Angebotes zu beheben. Das gegebene Mittel wäre die Erhöhung der Grundkapitalien. Auf diese Weise könnten die Gesellschaften ihre nicht immer hieb- und stichfeste Kapitalstruktur auf eine gesunde und weniger krisenanfällige Basis stellen. Besonders im Vergleich zu den gewaltigen Investitionen scheint der Gesamtbetrag der nach der Währungsreform bis Ende 1959 emittierten Aktien von 8.785,2 Mill. DM, trotz hoher Selbstfinanzierung, sehr gering ¹⁾. Warum sollte das Risiko, auf ein größeres Aktienkapital Dividende zahlen müssen, gefährlicher sein als die Notwendigkeit, Bank- und Obligationenkredite zu verzinsen? Die Käufer von Wertpapieren, die sich zu unternehmerischer Mitverantwortung drängen, werden sich auch mit niedrigerer Dividende oder einem Dividendenausfall abfinden. Im übrigen ist die Gelegenheit für Überpariausgaben so günstig wie noch nie. Vielleicht ändert sich die Lage bald, wenn - wie die Commerzbank glaubt - in ein paar Jahren die öffentliche Hand den Kapitalmarkt bis zur Grenze seiner Leistungsfähigkeit beanspruchen wird ²⁾.

Nicht unwichtig ist ferner die Frage der Emission von Gratisaktien, d.h. der Umwandlung von offenen Rücklagen in

1) Zahlenangabe aus Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für 1959, S. 111.

2) Vgl. Geschäftsbericht für das Jahr 1959 der Commerzbank AG, Düsseldorf, S. 15 f.

Nennkapital. Durch die "Kleine Aktienrechtsreform" wurden dafür inzwischen die Wege geebnet. Mit Ausnahme der Rücklagen für die Lastenausgleichsabgabe können offene Reserven, die 10 % des bisherigen Aktienkapitals überschreiten, in Aktien umgewandelt werden. Zahlreiche Unternehmungen haben bereits von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht bzw. entsprechende Beschlüsse gefaßt. Da aber die führenden Gesellschaften des Chemie-, Montan- und Elektrobereiches aller Voraussicht nach nicht an Freiaktien denken, sind übertriebene Hoffnungen keineswegs angebracht. Immerhin erreicht der Gesamtbetrag der bisher ausgegebenen Gratisaktien schon einige hundert Millionen Deutsche Mark; dabei zeigte sich eine Schwerpunktbildung bei Brauereien, Maschinen- und Papierfabriken ¹⁾. Obwohl der überwiegende Prozentsatz der neuen Aktien nicht in den Börsenverkehr, sondern in Anlagedepots gelangt, ist auf die Dauer ein spürbarer Entlastungseffekt zu erwarten.

Als weiterer Weg bietet sich die von der Bundesregierung eingeleitete Privatisierung von Unternehmungen der öffentlichen Hand an. Der als Versuch gedachte Verkauf der Aktien der Preußischen Bergwerks- und Hütten-Aktiengesellschaft wurde 1959 ein voller Erfolg und rechtfertigte alle Hoffnungen. Nach Abschluß der umfangreichen Vorbereitungen war inzwischen auch das Volkswagenwerk an der Reihe; das dabei erzielte Absatzergebnis ist allen noch in frischer Erinnerung. Zwar läßt man sich bei diesen Plänen in erster Linie von sozialpolitischen Erwägungen leiten, Auswirkungen auf die Börse sind aber nicht zu vermeiden. Zunächst werden allerdings überwiegend neue Wertpapierinteressenten angesprochen, die dem Aktienmarkt noch fernstehen, somit wird an sich zusätzlicher Stückerbedarf geweckt. Eine gewisse Quote der Volksaktien wird

1) Vgl. Art. "Für Zusatzaktien ist nun die Bahn frei" in Süddeutsche Zeitung Nr. 303 v. 19/20.12.59; Art. "Gratisaktien werden gesellschaftsfähig" in Süddeutsche Zeitung Nr. 103 v. 29.4.60; Art. "Zahlreiche Gesellschaften stocken auf" in Süddeutsche Zeitung Nr. 223 v. 16.9.60.

jedoch sogleich oder nach einer gewissen Zeit in den Börsenverkehr gelangen und dadurch die Materialsituation verbessern, und zwar um so stärker, je weniger man den Kreis der Erwerber von Volksaktien beschränkt.

Den größten Erfolg sollte man auf kurze und auf lange Sicht von einer generellen Auflockerung der Besitzverhältnisse erwarten. Es ist durchaus nicht ausgeschlossen, daß einige Pakete auf den Markt kämen, wenn die Voraussetzungen bestünden. Von diesem Standpunkt aus wären daher steuerliche Erleichterungen sehr wohl zu befürworten. Daran zu glauben, wäre aber verfehlt. Auch eine Senkung der allgemeinen Steuersätze scheint nicht bevorzustehen. Ein ähnliches Schicksal dürfte den Vorschlägen des Bundestagsabgeordneten Scharnberg beschieden sein, der die Emission neuer Aktien dadurch fördern möchte, daß die Dividende steuerlich abzugsfähig sein sollte ¹⁾.

Solange sich die Lage nicht grundlegend gewandelt hat, ist den in- und ausländischen Kapitalanlagegesellschaften dringend zu empfehlen, sich in ihrer Werbung und den sonstigen Absatzbemühungen zurückzuhalten und das Aktienangebot nicht weiterhin einzuengen. Gemäß den Bestimmungen, die für ihre deutschen Konkurrenten gelten, sollten die auf dem Inlandsmarkt tätigen ausländischen Gesellschaften ebenfalls einer Kontrolle unterzogen werden. Unbehagen bereitet vor allem das zunehmende Interesse ausländischer Fonds an deutschen Werten. Den deutschen Investmentgesellschaften zu raten, sich mehr in fremden Werten zu engagieren, wäre ein kleiner Ausweg, käme aber einer Vergeltungsmaßnahme gleich. Zweifellos wäre es für die deutschen Börsen zunächst günstig, wenn sich die inländischen Investmentfonds, aber auch die Anleger selbst, stärker in das Auslandsbörsengeschäft einschalteten, Rückwirkungen wären jedoch nicht ausgeschlossen. Obwohl im Ausland teilweise per Termin spekuliert werden kann, ist der Anreiz dazu für Inländer aus verschiedenen Gründen immer noch

1) Vgl. Art. "Junge Aktien steuerlich begünstigt?" in Süddeutsche Zeitung Nr. 223 v. 17.9.59.

relativ bescheiden, jedoch im Ansteigen begriffen. Die Einführung weiterer ausländischer Werte an deutschen Börsen führte wahrscheinlich besser zum Ziel.

Möglichkeiten zur Lösung des Materialproblems bestehen zweifellos. Es fehlt eher an Initiative und Schnelligkeit. Trotzdem ist zu hoffen, daß in nicht allzu ferne Zeit diese Schwierigkeit der Vergangenheit angehört. Von heute auf morgen läßt sie sich leider nicht aus der Welt schaffen. Folgende Erkenntnis für das Thema der vorliegenden Arbeit ist aber festzuhalten: abgesehen von allen sonstigen Einwänden, wäre es falsch, den Terminhandel aufzunehmen, bevor das Stückeangebot in Ordnung gebracht ist.

4. Besteht eine Beziehung zwischen der Wiedereinführung des Termingeschäftes und den Bestrebungen zur Popularisierung der Aktie ?

Die Frage nach den Beziehungen zwischen Termingeschäft und Popularisierung der Aktie wird eingeblendet, weil beide Tatbestände sehr aktuell sind und sich mit demselben Objekt, dem Wertpapiermarkt, beschäftigen. Grundsätzlich deuten die zwei Problemkreise in verschiedene Richtungen. Das Termingeschäft ist in erster Linie eine spezielle Angelegenheit der Börse, während die Bestrebungen zur Popularisierung der Aktie - charakterisiert durch das Schlagwort "Volksaktie" - ihren Ursprung in sozialpolitischen Überlegungen haben. Erst die zeitliche Überschneidung macht den gemeinsamen Gegenstand bedeutsam und führt zu Berührungspunkten.

Die Antwort leitet sich zu einem Teil bereits aus den Ausführungen des vorhergehenden Abschnittes über die Materialknappheit ab und steht damit in engem Zusammenhang. Jede Vermehrung der Interessenten für Aktien muß notgedrungen die Nachfrage erhöhen und das frei verfügbare Angebot vermindern. Es wäre verfehlt zu glauben, daß die

neu gewonnenen oder zu gewinnenden Käufer sich ausschließlich auf die Aktien der zur Privatisierung anstehenden Gesellschaften beschränken werden. Auf die Dauer wird es dem Angestellten X und dem Facharbeiter Y gleichgültig sein, ob er Preußag- oder andere Montanaktien besitzt, sofern Bonität und Rentabilität sich nicht wesentlich unterscheiden. Es ist noch nicht geklärt, ob in einigen Jahren, wenn das Verständnis auf breiter Basis geweckt ist, der Vorrat an Volksaktien für den Bedarf der als Volksaktionäre vorgesehenen Schichten ausreicht. Im übrigen wird mit jeder Werbeaktion für die Volksaktienpläne bereits jetzt die Aufmerksamkeit der Allgemeinheit verstärkt auf den Aktienmarkt hingelenkt.

Terminhandel und Popularisierung der Aktie erscheinen somit trotz aller Unterschiedlichkeit in der Gegenwart quasi als Konkurrenten. Beide beanspruchen mehr Material. Noch vor fünf Jahren hätte man eine Anhäufung von Nachfrage an der Börse begrüßt. Damals dachte aber kaum jemand ernsthaft an einen Handel per Termin, und die Propaganda für den Kauf von Aktien schien dem Publikum wenig erfolgversprechend. Heute dagegen ist darüber anders zu urteilen.

Aus einem weiteren Grunde ist die gestellte Frage zu bejahen. Es ist daran zu denken, daß das Zeitgeschäft nicht nur Anhänger, sondern auch entschiedene Gegner hat. Manche gehen soweit, die Börse und das gesamte Effektenwesen, besonders aber den privaten Aktienbesitz, rundweg abzulehnen. Gerade das Termingeschäft wird gelegentlich als Symbol für die mangelnde Solidität der Börse betrachtet. Wenn also einerseits die Geldanlage in Aktien gefördert, andererseits aber die Wiedereinführung des Zeithandels betrieben wird, erhalten die Gegner der Aktie und der Börse neue Argumente. Nicht einmal die Ansicht neutraler Kreise über die Volksaktie ist generell positiv ¹⁾. Einer

1) So ist beispielsweise die Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank, die durchaus nicht als ultrakonservativ anzusehen ist, dem Preußag-Konsortium ferngeblieben.

grundsätzlich guten Absicht, was die Eigentumspolitik der Bundesregierung ohne Zweifel darstellt, könnten dadurch zusätzliche Schwierigkeiten erwachsen.

IV. Die Ansicht der direkt Beteiligten über die diskutierte Wiedereinführung des Effekterminehandels

Trotz aller tiefschürfenden Erörterungen, welche angestellt werden können, wird die Erkenntnis der Wissenschaft für die Entscheidung über eine eventuelle erneute Einführung des Zeithandels nicht allein bestimmend sein; vielleicht kommt ihr sogar nur eine verhältnismäßig geringe Rolle zu. Letztlich wird nämlich das Urteil pro oder contra Termingeschäft in den Büros der Banken und den Börsensälen fallen. Ganz bestimmt werden dabei grundsätzliche Gesichtspunkte zu berücksichtigen sein, praktische Überlegungen und Zweckmäßigkeiten dürften jedoch die Diskussionen beherrschen. Dies ist verständlich, wenn man die Mentalität der Bank- und Börsenleute in Rechnung stellt. Sofern der Zeithandel als ausschließliches Börsenproblem betrachtet wird, kann die Folgerung auch kaum anders lauten. Daß eine solche Haltung allerdings erhebliche Risiken birgt, sollte nicht verkannt werden.

Häufig ist festzustellen, daß die Praxis sich teilweise zu wenig um die größeren Zusammenhänge kümmert. Zwar nicht gerade charakteristisch, aber immerhin bemerkenswert ist ein persönliches Erlebnis des Verfassers; während eines Gespräches mit einem nicht unmaßgeblichen Vertreter der Börsen über den Terminhandel griff dieser nach einem Lexikon, schlug unter dem entsprechenden Stichwort nach und erklärte, das sei im wesentlichen alles, was an Literatur gefunden werden könne. Allem Anschein nach interessiert von Anfang an die technische Abwicklung der Geschäfte mehr als das eigentliche Problem, sonst dürfte es nicht schwer fallen, sich näher zu informieren.

Eindringlich müssen daher manche Börsianer aufgefordert werden, sich erheblich besser mit der theoretischen Seite der Materie vertraut zu machen. Der Keim für die spätere Entwicklung wird bereits heute gelegt. Eine Entscheidung, gleich welcher Art, umfaßt sowohl die Vor- als auch die Nachteile. Spätere Korrekturen sind mit Schwierigkeiten verbunden. Noch ist es Zeit für ruhige, objektive Überlegungen.

1. Der Standpunkt der Geschäftsbanken

Wer die Meinung der Bankwelt repräsentiert, liegt nahe. Naturgemäß sind es die im Wertpapiergeschäft tonangebenden Institute: einige wenige Privatbankiers, vor allem aber die drei führenden Großbanken sowie die Regionalbanken. Die übrigen Firmen haben sich freiwillig oder zwangsläufig unterzuordnen bzw. schalten sich, wie bisher die öffentlich-rechtlichen Institute, in die Diskussion wenig ein. Der Ausarbeitung gemeinsamer Richtlinien dient ein speziell für diesen Zweck gebildeter Ausschuß von Experten. Doch auch auf andere Weise ist eine gegenseitige Kontaktaufnahme und Konsultation leicht durchführbar; etwa in den Berufsverbänden oder an den einzelnen Börsenplätzen in den Börsenorganen, in welchen zahlreiche Bankvertreter Sitz und Stimme haben.

Da sich die Kreditinstitute vom Terminhandel insbesondere eine nachhaltig günstige Wirkung auf die Einnahmen aus dem Wertpapiergeschäft erhoffen, ist ihre Einstellung grundsätzlich positiv. Wer könnte das nicht verstehen? Die Banken selbst haben Vorteile zu erwarten. Dennoch scheint die Anschauung, wenigstens was das taktische Vorgehen betrifft, nicht einheitlich zu sein. Manche Institute, vor allem die Großbanken, halten die Zeit noch nicht für reif und warnen davor, durch verfrühte Maßnahmen wertvolles Porzellan zu zerschlagen. Sie möchten zunächst die weitere Entwicklung des Effektenmarktes abwarten. Andere wie-

derum drängen auf eine möglichst baldige Realisierung und erhoffen sich erst davon eine Normalisierung und Gesundung des Wertpapierwesens ¹⁾. Zwei Ansichten werden somit vertreten, die zwar beide in dieselbe Richtung zielen, sich aber nicht unbedingt decken. Der in mehreren Protokollen festgehaltene Meinungsaustausch zwischen den maßgeblichen Praktikern war bisher sehr rege und wird fortgesetzt.

Während es bis zur Mitte des Jahres 1959 den Anschein hatte, als ob die Wiedereinführung des Zeithandels unmittelbar bevorstünde, ist die Begeisterung inzwischen etwas abgeflaut. Der Grund dafür liegt in den weiter gestiegenen Börsenkursen, die in der Tat erhebliche Zweifel an der Zweckmäßigkeit einer zusätzlich ausgeweiteten Spekulation aufkommen lassen. Es ist daraus zu schließen, daß die Mehrzahl der verantwortlichen Banken eben doch einen ziemlich realistischen Standpunkt vertritt bzw. daß die übrigen Institute, die im Termingeschäft einen Ausweg aus dem Dilemma der Materialknappheit sehen, überstimmt worden sind. Neben einem konsolidierten Kapitalmarkt hält man eine kapitalstarke Kulisse für die wichtigste Voraussetzung ²⁾. Solange diese Grundlage nicht besteht, erachtet man es für besser, die Aufnahme des Zeithandels hinauszuschieben.

Viele Institute sind nicht zuletzt deshalb etwas vorsichtig, weil man sich über die Resonanz in der Öffentlichkeit nicht klar ist. Ist die Börse bereits so sehr im Bewußtsein des Publikums verankert, daß im Termingeschäft lediglich eine andere Art der Geschäftsabwicklung gesehen wird, oder ist es nicht vielmehr so, daß mit der Aufnahme des Handels per Termin das Thema der Berechtigung und des Sinnes der Spekulation von neuem aufgerollt wird? Auf diese Frage wüßte man gerne die Antwort. Die Börse

1) Vgl. Geschäftsbericht der Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank für 1958, S. 26.

2) Vgl. Süddeutsche Zeitung Nr. 48 vom 25.2.60.

und sich selbst in eine zweideutige Lage zu bringen, ist keineswegs das Ziel der Banken. Auch den größten Optimisten unter ihnen darf nicht unterstellt werden, daß sie mit dem Zeithandel die Übersteigerung der Kurse verstärken wollen. An ihrer ehrlichen Absicht, die Spekulation auf breiterer Basis in ruhigere Bahnen zu bringen, ist nicht zu zweifeln.

Daß das Effektertermingeschäft über kurz oder lang kommt, ja kommen muß, daran glauben fast sämtliche Banken. Man hält es nahezu für eine zwingende Notwendigkeit und Voraussetzung einer normalen Börse. Die Bedenken, die noch bestehen, führt man weniger auf die grundsätzliche Problematik als auf vorübergehende Schwierigkeiten zurück. Auch in der zunehmenden internationalen Verflechtung der Börsen (Einführung ausländischer Werte an deutschen Börsen und deutscher Papiere an ausländischen Plätzen) sieht man einen wichtigen Grund ¹⁾.

2. Die Meinung der Börsen

Die Anschauungen der Börsenvorstände und der Kreditinstitute stimmen weitestgehend überein, denn die Banken üben in den Börsenorganen einen maßgebenden Einfluß aus. Andererseits sind dort aber noch andere Interessenten vertreten, nämlich die amtlichen Makler, die Berufsspekulanten sowie die Gesellschaften, deren Papiere die Objekte des Handels darstellen. Schließlich kommt auch die öffentliche Hand durch den Staatskommissar zu Wort. Den Ton geben jedoch die Kreditinstitute an. Weil die Grundeinstellung aller Banken im Prinzip fast einheitlich ist, außerdem die Vertreter der Großbanken an allen Plätzen mitentscheidend sind, ist die Haltung der einzelnen Börsen, von Nuancen abgesehen, identisch. Entsprechend der

1) Zweifellos treten Fragen auf, wenn etwa die Farben-Bayer-Aktie in Zürich oder Paris per Termin notiert wird, in Deutschland dagegen nur per Kasse.

Bedeutung des Frankfurter Bank- und Börsenplatzes liegt dort das Schwergewicht aller Erörterungen und Beschlüsse.

Im wesentlichen äußern die Börsen dieselben Argumente für und die gleichen Bedenken gegen das Termingeschäft wie die Banken. Soweit man sich überhaupt festlegt, ist die Stellungnahme ebenfalls als abwartend positiv zu bezeichnen. Auf die Dauer sieht man den Handel per Termin als erforderlich an, verkennt aber die gegenwärtige Lage nicht. Man erwartet in nicht allzu ferner Zeit die Beseitigung der gegenwärtigen Hindernisse. Obwohl eine Erhöhung der Umsätze in Aussicht steht, ist die offizielle Einstellung sehr bedächtig. Das erreichte Geschäftsvolumen gibt allerdings keinerlei Anlaß zu Förderungsmaßnahmen. Sehr stark interessiert sind naturgemäß die Makler.

Bisher sind die Überlegungen, in welcher Form und in welchem Ausmaße der Terminhandel eingeführt werden soll, noch verschwommen und wenig konkret. In Zusammenarbeit mit den Geldinstituten bemüht man sich, die technischen Voraussetzungen zu klären und zu schaffen. Zu diesem Zweck wird versucht, die Erfahrungen der älteren Börsianer, die bis 1931 im Termingeschäft tätig waren, zu verwerten. Die Arbeit ist nicht einfach, weil der größte Teil der einschlägigen Unterlagen den Kriegssereignissen zum Opfer gefallen ist. Auf Einzelheiten der praktischen Abwicklung muß aber großer Wert gelegt werden. Dennoch darf dabei keinesfalls übersehen werden, daß Verfahrensfragen nur zweitrangig sind.

3. Die Einstellung der Gesellschaften

Wenn in der Bundesrepublik das Effektenwesen gefördert werden soll, dann müssen nicht nur auf seiten der gegenwärtigen und künftigen Wertpapierbesitzer die Bedingungen verbessert werden, sondern auch auf seiten der Emittenten selbst. Vor allem für den Aktienmarkt gilt diese Fest-

stellung. Die Verwaltungen haben sich mehr als bisher um die ausgegebenen Papiere und deren Besitzer zu kümmern. Es kann einem Vorstand nicht gleichgültig sein, zu welchem Kurs und unter welchen Konditionen die Anteile seiner Gesellschaft gehandelt werden. Andernfalls verfolgte er eine sehr kurzsichtige Politik, die nicht mit den durch § 65 des Aktiengesetzes gegebenen Beschränkungen zu begründen ist.

Der langen Rede kurzer Sinn: die Gesellschaften dürfen sich die Gelegenheit, an der Aussprache über die eventuelle Wiedereinführung des Terminhandels teilzunehmen, nicht entgehen lassen. Zur Zeit hat es leider den Anschein, als ob sich die überwiegende Anzahl der Firmen darum nicht kümmern wollte. Sie sind unentschlossen, manchmal sogar uninteressiert. Möglicherweise glauben sie, es sei noch zu früh für eine eigene Initiative. Mag sein, daß viele schon deshalb einen neutralen Standpunkt einnehmen, weil nur wenige ausgewählte Papiere für den Terminmarkt in Frage kommen. Aber auch für die nicht unmittelbar Betroffenen werden sich Konsequenzen nicht vermeiden lassen. Einmal wird der Zeithandel die Notierungen des Kassamarktes beeinflussen, zum anderen wird er ein qualitatives Unterscheidungsmerkmal schaffen; ausschließlich per Kasse notierte Effekten und Terminpapiere stehen auf verschiedenen Stufen.

Von der Regel finden sich allerdings rühmliche Ausnahmen. Einige der ganz großen Aktiengesellschaften, die schon immer auf den freien Kapitalmarkt und die Börse angewiesen waren, verfolgen die Entwicklung mit Aufmerksamkeit. Sie sind sich bewußt, daß ihre Aktien für den Handel und die Bewegung der Kurse führend sind. Auf sie würde sich auch in erster Linie das Interesse des Terminmarktes konzentrieren. Daß manche der bedeutenden Gesellschaften der Chemie, Montan- und Elektroindustrie für die Belange der Börse Verständnis aufbringen, zeigt sich schon darin, daß ihre Aktien an ausländischen Plätzen notiert werden. Da

dort verschiedentlich der Terminhandel üblich ist, sind die betreffenden Emittenten damit vertraut. Außerdem bestehen insoweit bereits gewisse Vorbedingungen für eine entsprechende deutsche Regelung.

Gleichgültig welche Meinung die einzelnen Gesellschaften über das Termingeschäft in Wertpapieren vertreten, ist ihnen zu empfehlen, sich mit der Frage näher zu befassen und in die Verhandlungen einzugreifen. Formen und Wege dafür gibt es mehrere. Hingewiesen sei auf die Berufsverbände und vor allem auf die Mitarbeit in den Börsenorganen. Ohne die Zustimmung der Unternehmensverwaltungen wird ohnehin kaum eine Aktie auf den Terminmarkt kommen. Es ist aber nicht unwichtig, mit welcher Intensität die Gesellschaften selbst die Pläne unterstützen oder behindern und bis zu welchem Maße sie alle Folgerungen und Zusammenhänge durchdenken. Man sollte den Kreditinstituten ruhig zu verstehen geben, daß es sich nicht nur um eine bankinterne Frage handelt.

S c h l u ß b e m e r k u n g e n

Es erfordert Mühe, über das Termingeschäft in Wertpapieren zu einer bestimmten und endgültigen Ansicht zu kommen. Der komplizierte, schwer durchschaubare und weitverzweigte Gegenstand bereitet einem derartigen Vorhaben Hindernisse. Je mehr man sich mit der Materie beschäftigt, desto interessanter wird sie zwar, desto mehr Probleme entstehen aber gleichzeitig. Von vielen Voraussetzungen hängt es ab, welchen Standpunkt man schließlich vertritt. Nicht zuletzt kommt es darauf an, welche wirtschaftliche, soziale und politische Grundeinstellung man einnimmt. Von wesentlicher Bedeutung ist auch das Zeitmoment. Wer den Terminhandel vor dem Jahre 1931 befürwortet hat, braucht in der Gegenwart durchaus nicht die gleiche Meinung zu äußern. Wer sich heute ablehnend verhält, wird möglicherweise bei einem anderen Verlauf der Konjunktur sowie einem Wechsel der Börsentendenz seine Beweisführung revidieren. Ausschlaggebend ist jedoch, wie der Betrachter das Wesen und Wirken der Spekulation, des spekulativen Denkens und Handelns ohne zwingende Notwendigkeit sieht.

Kaum ein Argument kann zu Gunsten des Termingeschäftes vorgebracht werden, dem nicht zu widersprechen wäre. Über manches Teilproblem brauchen entgegengesetzte Urteile nicht falsch zu sein. Anderes wiederum ist klipp und klar in einer Richtung zu entscheiden. Es läßt sich einfach nicht leugnen, daß der Zeithandel in erster Linie der Spekulation dient. Den Spekulanten soll dadurch die Möglichkeit geboten werden, sich mit geringen Mitteln zu engagieren. Die Spekulation erhofft sich vom Handel per Termin eine größere Bewegungsfreiheit. Alle sonstigen Beiträge fungieren mehr oder weniger lediglich als Verbrämung. Davon ist auszugehen. Vieles, was zur Verteidigung der Terminbörse angeführt wird, ist unter diesem

Blickwinkel besser zu durchschauen. Im übrigen sollten sich sowohl Anhänger als auch Gegner stets bemühen, wirklichkeitsnah zu bleiben und nicht an Erinnerungen zu haften. Die Frage nach der Wiederaufnahme des Leithandels darf allein nach objektiven Gesichtspunkten beantwortet werden.

Die heutige Börse läßt mehrere berechtigte Wünsche unerfüllt. Von neutraler Seite aus gesehen sind besonders die starken Kursbewegungen und die oft hektischen Reaktionen nicht gutzuheißen. Eine ruhige und stetige Entwicklung der Kurse vorauszusagen oder zu garantieren, war aber gestern genau so unmöglich wie heute. Vom Termingeschäft eine Verbesserung zu erwarten, ist ein Wunschtraum. Konstante Notierungen wären ja wohl das allerletzte Ziel eines Handels per Termin, dessen Element die Veränderungen darstellen. Breit genug ist der Aktienmarkt derzeit bestimmt, aber leider nicht gemäßiger als in früheren Jahren.

Was die angebliche Vergrößerung der Aufnahmefähigkeit der Börse mit Hilfe des Terminhandels anbelangt, ist ebenfalls eine Portion Skepsis geboten. Ohne Zweifel würden wesentliche Auswirkungen auf den Handel eintreten. Dennoch ist der Terminmarkt als einigermaßen tragbare Basis einer effektiven, an Stücken interessierten Nachfrage viel zu riskant und wenig verläßlich. Die durch den Zeithandel hervorgerufenen stückmäßigen Transaktionen hindern und stören infolge ihrer Unregelmäßigkeit und ungleichen zeitlichen Verteilung das laufende Geschäft sehr. Der Schaden, den sie verursachen, ist auf die Dauer größer als der gelegentliche Nutzen. Darüber sollte man sich keinen Illusionen hingeben. Und, um erneut auf die Gegenwart zu kommen, derzeit ist absolut keine weitere Steigerung der Nachfrage nach Stücken vertretbar. Die bestehende Nachfrage ist dem verfügbaren Angebot bereits mehr als angemessen.

Vor fünfzig und mehr Jahren mag es richtig gewesen sein,

die Börse als Barometer der Volkswirtschaft sowie als Mittelpunkt und wichtigsten Teil des Geld- und Kapitalmarktes zu betrachten. Heute aber führt sie zeitweilig ein Eigenleben, ihre Entwicklung läßt häufig keine Rückschlüsse zu. Lange Jahre war der Effektenmarkt in der jüngsten Vergangenheit eine Art Stiefkind, unbeteiligt am konjunkturellen Wachstum. Seit 1957 ist die Tendenz zwar grundlegend umgeschlagen, in erster Linie jedoch aus Gründen, die nicht in der gesamtwirtschaftlichen Konjunktur liegen. Über Kapitalreichtum oder Kapitalarmut der Nation, über die Anziehungskraft des heimischen Marktes für ausländische Anleger im Sinne von Max Weber ¹⁾ entscheidet nicht mehr die Börse als solche. Obwohl das Termingeschäft in der Bundesrepublik nicht zugelassen ist, ist der Zufluß ausländischer Gelder bedeutend und stärker als erwünscht. Die Ursache für derartige Dispositionen sind in den verschiedensten Motiven zu sehen, die Art der technischen Abwicklung der Käufe und Verkäufe spielt dagegen kaum eine Rolle.

Alle anderen Argumente, die untersucht wurden, sind lediglich zweitrangig, trotz ihrer spezifischen Problematik und ihrer Bedeutung für das Verständnis des gesamten Zusammenhanges. Der Terminhandel als Bankgeschäft ist für die Kreditinstitute von wesentlichem Interesse, gibt jedoch allein keine ausreichende Handhabe für eine Befürwortung. Allerdings wird auf diesem Hintergrund manches begreiflich, was die Banken in die Diskussion werfen. Ähnlich, wenngleich weiter abgeschwächt, verhält es sich mit den übrigen Punkten. Sie dürfen mitbestimmend, aber niemals ausschlaggebend für eine Entscheidung sein.

Welche abschließende Stellungnahme ergibt sich nun als Resultat der vorliegenden Arbeit? Die Antwort unterliegt keinem Zweifel mehr. Sowohl ganz allgemein als auch unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Verhältnisse wird der Effektermenhandel abgelehnt. Seine Einführung hätte nur

1) Vgl. oben S. 99

sehr geringe gelegentliche Vorteile, aber erhebliche Gefahren zur Folge. Diese Erkenntnis ist nicht vollkommen neu. Wie umstritten das Zeitgeschäft schon immer war, beweisen die häufigen gesetzlichen und sonstigen Eingriffe. Und spricht nicht die große Vorsicht, mit welcher die Banken und Börsen derzeit das Thema behandeln, ebenfalls dafür? Daß unter gewissen Umständen der Zeithandel nützlich oder wenigstens ungefährlich sein kann, wird keineswegs geleugnet.

Prion konnte noch betonen, "... daß der Terminhandel nur dann eine Milderung der Kursschwankungen herbeiführt (die im übrigen doch größtenteils von der Spekulation selbst verursacht sind, d. Verf.), wenn sich die große Masse des unerfahrenen Publikums nicht hemmungslos beteiligt" ¹⁾. Heute darf aber der Börsenhandel kein Privileg für Berufsspekulanten mehr sein. Das Zukunftsproblem der modernen kapitalistischen Wirtschaft liegt u.a. darin, das Publikum, wenn auch kein unerfahrenes, an die Börse heranzuführen - nicht zum Zwecke des Börsenspielles, sondern für Finanzierungsaufgaben. In erster Linie das anlage-suchende Publikum selbst soll auf die Dauer einen breiten, funktionsfähigen Wertpapiermarkt bilden. Weder als Anreiz noch als Mittel der laufenden Betätigung wäre dafür das Termingeschäft angebracht. Der Handel per Kasse zu Einheitskursen und fortlaufenden Notierungen ist zweckmäßig und ausreichend zugleich.

1) A.a.O., S. 200.

L i t e r a t u r v e r z e i c h n i s

1. Bücher

- Ammenhäuser, E., Der Effekterterminverkehr an den deutschen Börsen, Berlin/Wien 1928
- Aschenbrenner, P., Der Börsen-Terminhandel in Wertpapieren, Berlin 1927
- Bachmann, H., Die Effektenspekulation, Zürich 1898
- Beckmann, L., Die betriebswirtschaftliche Finanzierung, 2.Aufl., Stuttgart 1956
- Benning, B., Der "Schwarze Freitag", Eine Untersuchung des Börseneingriffes vom 13. Mai 1927, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Jena 1929
- Czernin, P., Die Börse, Jena 1937
- Ehrenberg, R., Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung, Berlin 1883
- Fischer, C.A., Das Devisentermingeschäft in seinen Beziehungen zu Währung und Wirtschaft, Berlin 1928
- Flersheim, F., Die Bedeutung der Börse für die Emission von Wertpapieren, Mannheim/Berlin/Leipzig 1914
- Fürst, M., Prämien-, Stellagen- und Nachgeschäft, Berlin 1925
- Göppert, H., Börse und Publikum, Berlin 1930
- Göppert, H., Über das Börsentermingeschäft in Wertpapieren, Berlin 1914
- Gschwindt, L., Die Effektenbörse nach den Erhebungen der Enquetekommission, Stuttgart 1897
- Gunzert, R., Effektenmarkt und Konjunkturverlauf, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Jena 1929

- Hagenmüller, K.F., Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959
- Hahn, L.A., Geld und Kredit, Frankfurt a.M. 1960
- Heinemann, E., Die erlaubten und die verbotenen Termin-
geschäfte und die Rechtsprechung des Reichsgerichtes,
Berlin 1899
- Hintner, O., Geld-, Bank- und Börsenwesen, 33. und
34.Aufl., Stuttgart 1951 bzw. 1955
- Hintner, O., Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1960
- Hochgürtel, P., Das Fixgeschäft, Bonn 1907
- Hoschke, H., Der Effekterterminhandel und die Börsenre-
form, Leipzig 1896
- Hueck, A., Recht der Wertpapiere, 7.Aufl., Berlin/Frank-
furt a.M. 1957
- Hunold, A., Die schweizerischen Effektenbörsen, Zü-
rich 1949
- Leffler, G., The Stock Market, New York 1957
- Lewinsohn, R., und Pick, F., Sinn und Unsinn der Börse,
5.Aufl., Berlin 1933
- Lexis, W., Das Handelswesen, Teil II: Die Effektenbörse
und die innere Handelspolitik, Leipzig 1906
- Lipfert, H., Der deutsche Privatkontomarkt, Frank-
furt a.M. 1959
- Lipfert, H., Devisenhandel, Devisengeschäfte der Banken,
Exporteure und Importeure, Frankfurt a.M. 1958
- Lukas, E., Geld und Kredit, Heidelberg 1951
- Machlup, F., Börsenkredit, Industriekredit und Kapital-
bildung, Wien 1931
- Mayer, A., Finanzkatastrophen und Spekulanten, Leip-
zig 1938
- Mecker, J.E., Börsentermingeschäfte, Berlin 1934

- Nell-Breuning, O., von, Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg 1928
- Nußbaum, A., Kommentar zum Börsengesetz, München 1910
- Opitz, G., Fünfzig depotrechtliche Abhandlungen, Berlin 1954
- Prion, W., Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, 2.Aufl., München/Leipzig 1929
- Prion, W., Ist die Börse reformbedürftig?, Berlin 1932
- Raufeisen, E., Auslandsbörsen, München 1957
- Röpke, W., Die Lehre von der Wirtschaft, Wien 1937
- Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, 7.Aufl., Köln/Opladen 1950
- Schmidt, F., Die Effektenbörse und ihre Geschäfte, 2.Aufl., Leipzig 1922
- Schmidt, F., Liquidation und Prolongation im Effekten-terminhandel, Leipzig 1912
- Schmoller, G., Grundriß der Allgemeinen Volkswirtschaftslehre, Zweiter Teil, 13. und 14. Tausend, München/Leipzig 1920
- Schneider-Dahlheim, Usancen der Berliner Wertpapier-Börse, bearb. von K. Hartung, 37.Aufl., Berlin 1939
- Schwedler, W., von, Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt, Würzburg 1935
- Silbermann, K., Der Eintritt der Vollverbindlichkeit unverbindlicher Börsentermingeschäfte, Würzburg 1931
- Sommerfeld, H., Die Technik des börsenmäßigen Termingeschäfts, 2.Aufl., Berlin/Wien 1929
- Stackelberg, H., von, Grundlagen der theoretischen Volkswirtschaftslehre, 2.Aufl., Bern/Tübingen 1951
- Theisinger, K., und Löffelholz, J., Die Bank, Lehr- und Nachschlagewerk des Bank- und Sparkassenwesens

Veesenmayer, E., Die Neugestaltung des Effekterminggeschäfts seit seiner Wiederaufnahme im Oktober 1925 mit besonderer Berücksichtigung von Liquidationskassen und Medioliquidation, in "Effektenbörse und Volkswirtschaft", Heft 6 der Münchener Volkswirtschaftliche Studien, Jena 1929

Weber, A., Depositenbanken und Spekulationsbanken. Ein Vergleich deutschen und englischen Bankwesens, 3.Aufl., München/Leipzig 1922

Weber, A., Geld und Kredit - Banken und Börsen, 6.Aufl., Heidelberg 1959, S. 277

Winter, J., Die Systeme der Sicherung und Abwicklung der Termingeschäfte an den Effektenbörsen, Leipzig 1929

2. Aufsätze

Achterberg, E., Wer ist die Schönste im ganzen Land?, in "Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen", 13.Jahrg., Heft 8 v. 15.4.1960

Aschinger, F., Zürich als internationaler Finanzplatz, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959

Cassel, G., Nimmt die Fondsbörse Kapital in Anspruch? in "Vierteljahresbericht der Skandinaviska Kreditaktiebolaget", 2.Heft, April 1929

Donner, O., Die Kursbildung am Aktienmarkt - Grundlage zur Konjunkturbeobachtung an den Effektenmärkten, in "Vierteljahresshäfte zur Konjunkturforschung", Sonderheft Nr. 36, Berlin 1934

Göppert, H., Zur Begriffsbestimmung des Wertpapiertermingeschäftes, in "Bank-Archiv" v. 1.6.1913

Preiser, E., Der Kapitalbegriff und die neuere Theorie, in "Bildung und Verteilung des Volkseinkommens, Gesammelte Aufsätze zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik", Göttingen 1957

- Schlesinger, R., New York, der erste Finanzplatz der Welt, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959
- Schmalenbach, E., Aktiengesellschaft außer Dienst, in "Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung", Neue Folge, 1.Jahrg. (1949)
- Schupp, R., Wider das Zerrbild der Prozentkurse am Aktienmarkt, in "Zeitschrift für Betriebswirtschaft", 28.Jahrg. (1958)
- Schütz, H., Mailand als Finanzplatz, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959
- Sonderegger, F., Amsterdam als Finanzplatz, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959
- Weber, M., Die Börse, in "Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik", Tübingen 1924
- Wolff, S., Paris als Finanzplatz, in "Finanzzentren der Welt", Herausg. Neue Zürcher Zeitung, Zürich 1959

3. Nachschlagewerke

- Mindner, R., Das kleine Börsenlexikon 1957, Düsseldorf 1957
- Müller, G., und Löffelholz, J., Bank-Lexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, 2.Aufl., Wiesbaden 1959
- Palyi, M., und Quittner, P., Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, Frankfurt a.M. 1957

4. Sonstige Publikationen

- Bankkaufmann, Zeitschrift für den Bank- und Sparkassenkaufmann

Börsen-Zeitung

Frankfurter Allgemeine Zeitung

Geschäfts- und Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Geschäfts-, Börsen- und Wirtschaftsberichte der

Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank

Bayerischen Vereinsbank

Berliner Handels-Gesellschaft

Commerzbank

Deutsche Bank

Dresdner Bank

Städtischen Sparkasse München

Mineralöl, Organ des VSM Verband Süddeutsche Mineralöl-
wirtschaft e.V.

Rohr-Post, Mitteilungsblatt für die Aktionäre der Mannes-
mann AG

Süddeutsche Zeitung

Volkswirt, Wirtschafts- und Finanzzeitung

Wirtschafts-Magazin

Wirtschaft und Statistik

Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

L e b e n s l a u f

Ich, Adolf Mühlbauer, wurde am 10.11.1932 als Sohn des Schmiedemeisters Karl Mühlbauer in Rimbach/Ndby. geboren. Von 1939 bis 1943 besuchte ich die Volksschule in München-Neuaubing, anschließend bis 1948 die Oberschule in Freising und, bis zum Abitur im Jahre 1951, die Oberrealschule in München-Pasing.

Vom 1.8.1951 bis 30.11.1957 war ich bei der Bayerischen Hypotheken- und Wechsel-Bank in München beschäftigt, davon bis 30.6.1953 als Lehrling. Ich nahm während dieser Zeit an einem Bilanzbuchhalterkurs teil und legte im Jahre 1956 in München die Fachprüfung im Buchführungs- und Bilanzwesen ab.

Mit dem Wintersemester 1954/55 begann ich an der Ludwig-Maximilians-Universität in München ein achtsemestriges Studium der Betriebswirtschaft. Das Diplomexamen beendete ich im Februar 1959 mit sehr gutem Erfolg.

Seit 16.2.1959 bin ich Direktionsassistent bei der Chemischen Fabrik Weyl AG in München-Pasing.

München, im Oktober 1960

Adolf Mühlbauer

